

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

**Hodnocení finanční výkonnosti společnosti AL INVEST Břidličná, a.s.  
pomocí vybraných metod**

**Financial performance evaluation of AL INVEST Břidličná, a.s.  
by selected methods**

Student: Iveta Koňarová

Vedoucí diplomové práce: doc. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2008

## **ČESTNÉ PROHLÁŠENÍ**

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci včetně příloh vypracovala samostatně.

Přílohy č. 1 a 2, dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.“

V Ostravě dne 18.4.2008

Iveta Koňarová

# OBSAH

## ÚVOD

<b>1</b>	<b>PŘÍSTUPY A METODY HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU</b>	3
1.1	Hodnocení výkonnosti podniku	3
1.2	Finanční analýza jako nástroj hodnocení výkonnosti podniku	5
1.3	Standardní metody finanční analýzy	9
1.3.1	Analýza absolutních ukazatelů	9
1.3.2	Analýza rozdílových ukazatelů	10
1.3.3	Analýza poměrových ukazatelů	10
1.3.4	Ukazatele s využitím údajů kapitálového trhu	16
1.3.5	Analýza soustav ukazatelů	16
1.4	Moderní metody hodnocení finanční výkonnosti	20
1.4.1	Ekonomická přidaná hodnota – EVA	21
1.4.2	Úprava účetních dat na ekonomický model pro výpočet EVA	25
1.4.2.1	Výpočet čistých operativních aktiv - NOA	27
1.4.2.2	Výpočet výsledku hospodaření z operativní činnosti - NOPAT	33
1.4.2.3	Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu - WACC	36
1.4.3	Výhody a nedostatky EVA	41
1.4.4	Pyramidový rozklad ukazatele EVA	42
<b>2</b>	<b>APLIKACE VYBRANÝCH METOD HODNOCENÍ U KONKRÉTNÍHO PODNIKU</b>	44
2.1	Základní charakteristika podniku	44
2.2	Vstupní údaje a výběr metody	48
2.3	Analýza poměrových ukazatelů	49
2.4	Analýza soustav ukazatelů	53
2.5	Analýza výkonnosti pomocí metody EVA	55
2.5.1	Výpočet nákladů vlastního kapitálu $r_e$	55
2.5.2	Výpočet ukazatele EVA metodou Value Spread	56
2.5.3	Pyramidový rozklad ukazatele EVA	58
2.5.4	Výpočet ukazatele EVA metodou Capital Charge	63
2.5.4.1	Výpočet NOA	63
2.5.4.2	Výpočet NOPAT	69
2.5.4.3	Výpočet WACC	71
2.5.4.4	Výpočet EVA entity	74
<b>3</b>	<b>ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ PROVEDENÉ ANALÝZY</b>	76
	<b>ZÁVĚR</b>	79
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY A ZDROJŮ</b>	81
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK</b>	
	<b>SEZNAM TABULEK</b>	
	<b>SEZNAM SCHÉMAT</b>	
	<b>SEZNAM GRAFŮ</b>	
	<b>SEZNAM PŘÍLOH</b>	

# ÚVOD

Základním cílem většiny podniků je obecně maximalizace a zvyšování tržní hodnoty podniku v delším časovém období. Investor pohlíží na podnik jako na stroj na peníze, od kterého očekává zhodnocení svého kapitálu. V dnešním vysoce konkurenčním prostředí je hlavním přáním investorů a vlastníků společnosti zhodnotit ekonomickou výkonnost podniku jednoduchým a rychlým způsobem. Je však otázkou, jak ekonomickou výkonnost podniku měřit.

Existuje celá řada přístupů k hodnocení výkonnosti podniku a jejich použití je závislé na aktuální situaci na daném trhu, neboť s vývojem trhů dochází k posunu výkonnostních měřítek. V podmínkách české ekonomiky převládá klasický přístup hodnocení výkonnosti podniku opírající se o sledování ukazatelů tradiční finanční analýzy. Kvůli zvyšujícím se potřebám dbát především zájmů investorů se vytváří stále nové konstrukce, jejichž smyslem je postihnout reálný obraz efektivnosti hospodaření včetně budoucích perspektiv. Jde o nová hodnotová kritéria založená na koncepci hodnotového managementu. Jednou z těchto nových konstrukcí je metoda EVA (Economic value added – Ekonomická přidaná hodnota), která se v posledních letech stále více prosazuje jako způsob řízení na základě vytvářené hodnoty.

Cílem diplomové práce je zhodnocení finanční výkonnosti společnosti AL INVEST Břidličná, a.s. pomocí vybraných standardních metod a ukazatele EVA.

Struktura diplomové práce je vzhledem k cíli členěna do následujících částí.

První kapitola je teoreticko-metodologická a zaměřuje se na přístupy a metody hodnocení finanční výkonnosti podniku. Nejdříve je objasněn význam výkonnosti podniku a charakteristika finanční analýzy, což je základním východiskem pro většinu metod hodnocení výkonnosti podniku. Další část je zaměřena na standardní metody finanční analýzy. Větší pozornost je věnována vybraným poměrovým ukazatelům a indexům IN. Poté je objasněna podstata moderních metod finanční analýzy a podrobně rozvedena metoda EVA.

Ve druhé kapitole je provedena aplikace vybraných metod hodnocení výkonnosti na hospodářské údaje společnosti AL INVEST Břidličná, a.s.

Celá práce je zakončena zhodnocením a porovnáním dosažených výsledků jednotlivých metod a zhodnocením celkové finanční situace podniku. Součástí této kapitoly jsou i návrhy a doporučení na možnosti pozitivního ovlivnění ekonomických výsledků podniku v budoucnu.

# 1 PŘÍSTUPY A METODY HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU

*„V nové ekonomice – v prostředí, které se velmi rychle mění, není nejdůležitější optimalizovat to, co děláte, nýbrž zjistit a rozhodnout se, co byste měli dělat.“  
(K. Kelly)*

*„Dej člověku do vlastnictví holou skálu a on ji promění v kvetoucí zahradu“  
(John Start Mill)*

## 1.1 Hodnocení výkonnosti podniku

Jedním z hlavních cílů finančního řízení podniků je neustálé zvyšování výkonnosti. Výkonnost se posuzuje z více hledisek a pomocí více parametrů. V současné době se prosazuje nový pohled na měření výkonnosti, který vychází z hodnotově orientovaného řízení Balanced Scorecard. Jde o komplexní posuzování výkonnosti podniku založené na komplexním studování podnikových činností s využitím hlavních generátorů tvorby hodnoty. Cíle a měřítka Balanced Scorecard vycházejí z vize a strategie podniku a sledují jeho výkonnost ze čtyř perspektiv: zákaznická perspektiva, perspektiva růstu, vnitropodniková perspektiva a finanční perspektiva.

Systém měření výkonnosti silně ovlivňuje chování lidí v podniku i mimo něj a každý může výkonnost podniku hodnotit jinak – vlastník podle splnění očekávání ohledně návratnosti svých vložených prostředků do podnikání, zákazník podle uspokojení svých požadavků na výrobek nebo službu (jejich cena, rychlost dodání, podmínky placení apod.), dodavatelé a banky podle schopnosti podniku splácet své závazky, zaměstnanci podle výše mezd a pracovních podmínek, stát podle schopnosti platit daně atd. Ze všech subjektů se nejvíce preferují zájmy vlastníků, neboť právě oni vložili do podniku peníze a nesou největší riziko samotného podnikání.

## Přístupy k měření výkonnosti podniku

Přístupy k měření výkonnosti podniku prošly výrazným vývojem a odráží se v nich technicko-ekonomický typ ekonomiky, informační možnosti a také stupeň poznání při řízení ekonomických systémů.

Na výkonnost podniku lze nahlížet ze dvou pohledů:

- a) Podle *tradičních koncepcí* měření a hodnocení úspěšnosti podnik dosahuje výkonnost podle toho, jaký zisk je schopen vyprodukovat, jak dokáže uspět na trhu nebo uspokojit požadavky zákazníků. Podle daného přístupu je výkonnost hodnocena podle zisku nebo míry zisku.
- b) Podle *nové koncepce* finančního řízení je podnik úspěšný tehdy, tvoří-li hodnotu. Na tvorbě hodnoty mají zájem především vlastníci – jedná se o koncepci *Shareholder value*<sup>1</sup>, ale také ostatní účastníci podnikání – mluvíme o *Stakeholder value*<sup>2</sup>.

Schopnost měření a řízení výkonnosti záleží na volbě správného kritéria výkonnosti, volbě nástroje pro měření stupně dosažení tohoto kritéria a na schopnosti nástroje pro využití v řízení podniku. Základním kritériem výkonnosti je čistá současná hodnota, která vzniká tehdy, jsou-li výnosy vyšší než náklady. Firma je dostatečně výkonná, dosahuje-li kladnou čistou současnou hodnotu a tím výkonnější, čím vyšší hodnotu dokáže vyprodukovat.

Hlavním posláním podniku je tedy zhodnocování investovaného kapitálu. Ve skutečnosti však nejde jen o tvorbu hodnoty, ale předpokládá se soulad zájmů a spokojenost všech stran. Maximalizace hodnoty pro vlastníka je předpokladem pro zvyšování hodnoty pro stakeholdery. Je tedy důležité upřednostňovat koncepci *shareholder value*, neboť je to jediná cesta zvyšování *stakeholder value*.

---

<sup>1</sup> Z angl. „shareholders“ = vlastníci

<sup>2</sup> Z angl. „stakeholders“ = všichni kromě vlastníků, kteří jsou určitým způsobem spjati s podnikem, např. zaměstnanci, věřitelé, management, dodavatelé nebo stát

## 1.2 Finanční analýza jako nástroj hodnocení výkonnosti podniku

### Základní charakteristika a poslání finanční analýzy

Ekonomické hodnocení podnikatelské jednotky vycházející především z účetních podkladů se označuje jako finanční analýza, která je významnou součástí podnikového řízení. Finanční analýza podniku je tedy analýzou financí podniku, které jsou vyjádřeny peněžními toky. Pomocí různých metod a aktivit poměří finanční analýza získané údaje mezi sebou navzájem, rozšiřuje tak jejich vypovídací schopnost a umožňuje dospět k určitým závěrům o celkovém hospodaření a finanční situaci podniku. Finanční analýza představuje hodnocení minulosti, současnosti i předpokládané budoucnosti finančního hospodaření podniku.

Účelem finanční analýzy je neustále posuzovat finanční situaci podniku, která je výsledkem působení ekonomických i neekonomických faktorů a vlivy těchto faktorů zohlednit při interpretaci jejích výsledků. Zároveň by finanční analýza měla posoudit vyhlídky na finanční situaci podniku v budoucnosti a připravit nezbytná opatření ke zlepšení ekonomické situace podniku, zajistit další prosperity podniku k přípravě a zkvalitnění rozhodovacích procesů.

Finanční analýza se dělí na interní a externí. Interní finanční analýzu provádějí podnikové útvary, auditori, oceňovatelé a jiné povolané osoby na základě rozboru všech interních, neveřejných informací, které mají k dispozici. Oproti tomu externí finanční analýza je prováděna subjekty podnikatelského prostředí, které jsou v nepřímém vztahu s podnikem. Jejich cílem je posoudit finanční důvěryhodnost podniku, a to na základě vyhodnocení pouze veřejně dostupných informací, což je hlavní nevýhodou externí analýzy.

Finanční situaci podniku je nutno chápat jako komplexní vícekritériální model, neboť zahrnuje všechny podnikové aktivity. Do finanční analýzy se promítá např. objem a kvalita výroby, úroveň marketingové a obchodní činnosti, inovační aktivita atd.

Uspokojivá finanční situace podniku je v anglosaské literatuře často nazývána jako finanční zdraví podniku (*Financial health*) nebo bonita podniku. Finanční zdraví podniku závisí na jeho výkonnosti a finanční pozici. Za finančně zdravý podnik je možné považovat takový podnik, který je schopen udržet svou vlastní existenci a je schopen zhodnotit vložený kapitál do takové míry, která je požadována investory vzhledem k výši rizika, s jakým je

příslušný druh podnikání spojen. Výsledky finanční analýzy se v podnicích v různých odvětvích liší, neboť každý podnik má rozdílnou majetkovou a finanční strukturu a rovněž jinou strukturu hospodářského výsledku. Na kapitálovém trhu je míra schopnosti zhodnocovat vložený kapitál ohodnocena investory prostřednictvím tržní ceny akcií.

## **Uživatelé finanční analýzy**

Finanční údaje jsou důležitým zdrojem informací o podniku a odrážejí jeho konkurenceschopnost. Zájem o tyto informace má široký okruh uživatelů, které můžeme rozdělit do několika hlavních kategorií.

- *Vlastníci (investoři)*

Využívají finanční informace o podniku z hlediska investičního a kontrolního. Při rozhodování o budoucích investicích se zajímají především o míru rizika a výnosnosti jimi vloženého kapitálu, o stabilitu a likviditu podniku, o disponibilní zisk, zda je zajištěno trvání a rozvoj podniku a vyžadují průběžné zprávy o finančním stavu podniku.

- *Banky a jiní věřitelé*

Požadují co nejvíce informací o finančním stavu podniku, zejména likviditě a zadluženosti, pro rozhodování o poskytnutí úvěru a jeho podmínek. Držitele dluhopisů zajímá zejména likvidita podniku a jeho finanční stabilita.

- *Obchodní věřitelé (dodavatelé)*

Zaměřují se především na schopnost podniku splatit své závazky, solventnost, likviditu a dlouhodobou stabilitu.

- *Management podniku*

Manažeři využívají informace o podniku pro dlouhodobé i operativní finanční řízení podniku, při získávání finančních zdrojů, při zajišťování optimální majetkové struktury, při alokaci volných peněžních prostředků apod. Manažeři mívají zájem i o informace týkající se finanční pozice jiných podniků (konkurence, dodavatelé, odběratelé).

- *Zaměstnanci*

Zaměstnanci podniku zajímají informace, které jim umožňují posuzovat finanční situaci podniku z hlediska jistoty zaměstnání a zajištění určité mzdové a sociální úrovně.



- *Konkurenční subjekty*

Téměř každý podnik má zájem o porovnání dosažených výsledků s konkurenčními subjekty. Umožňuje to podniku odhadovat předpokládaný vývoj konkurenta a tím formulovat či pozměnit svou budoucí strategii. Nejčastěji používaným nástrojem pro porovnávání podniků jsou ukazatele rentability, aktivity atd.

- *Stát a jeho orgány*

Informace o podniku využívá stát např. pro statistiku, pro kontrolu plnění daňových povinností, rozdělování finanční výpomoci podnikům a pro formulování hospodářské politiky státu (finanční, daňové apod.).

Výše uvedený výčet zájemců není konečný. Je možné uvést ještě další uživatele finanční analýzy, jako např. analytici, daňoví poradci, burzovní makléři, univerzity, novináři apod., ale pro pochopení rozdílných přístupů každého okruhu uživatelů je dostačující.

## **Postup finanční analýzy**

Finanční analýza se rozděluje na tři na sebe navazující postupné fáze:

- diagnóza základních charakteristik (indikátorů) finanční situace (výsledkem je zjištění odchylek od žádoucího stavu),
- hlubší rozbor příčin zjištěného stavu pomocí speciálních ukazatelů,
- identifikace hlavních faktorů nežádoucího vývoje a návrh opatření pro další vývoj.

## **Zdroje dat pro finanční analýzu**

Základním východiskem pro vypracování finanční analýzy jsou kvalitní vstupní data. Některé zdroje dat jsou upraveny legislativně. Základní právní rámec upravují: Obchodní zákoník, Zákon o účetnictví, Zákon o cenných papírech, Daňové zákony a Živnostenský zákon. Zdroje vstupních dat finanční analýzy lze agregovat do tří skupin.

### **a) Účetní data podniku:**

- výkazy finančního účetnictví, jedná se o rozvahu, výkaz zisků a ztrát, přílohy k účetní závěrce, výkaz cash flow,
- výkazy vnitropodnikového účetnictví, patří sem členění nákladů, sestavování kalkulace, plánů a rozpočtů,
- výroční zprávy, strategické plány podniku, průzkumy trhu a další analýzy.

**b) Ostatní data o podniku:**

- podnikové statistiky (zaměstnanosti, poptávky, prodeje, výroby apod.),
- podklady úseku práce a mezd,
- vnitřní směrnice, pravidla a normy,
- odborné odhady.

**c) Externí data:**

- statistiky státní, ministerstev a úřadů,
- zveřejňované údaje z účetních závěrek jiných účetních jednotek,
- publikované odborné materiály v tisku, rozhlasu, televizi, na internetu, teletextu,
- burzovní informace, zprávy o měnových a úrokových mírách,
- odhady analytiků a prognózy agentur.

## 1.3 Standardní metody finanční analýzy

Využití finanční analýzy nespočívá jen ve výpočtu číselné hodnoty ukazatele, ale důležitější je správný pohled na daný ukazatel. Je nutné vědět, kterou stránku podnikatelské činnosti daný ukazatel charakterizuje, jaké vlivy je třeba zohlednit při posuzování jeho číselné hodnoty a pak teprve správně interpretovat vypočtený výsledek. To je základem stanovení určitých opatření, která zajistí odstranění příčin, ale i důsledků chybného řízení firmy v případě problémových podniků a upevnění stability u firem finančně silných.

Metody finanční analýzy lze členit různě. Obecně však existují dva přístupy ke zhodnocení hospodářské situaci podniku, a to fundamentální a technická analýza.

- *Fundamentální analýza* představuje vyhodnocování kvalitativních údajů o podniku. Základní metodou analýzy je odborný odhad založený na empirických a teoretických znalostech odborníka. Kvantitativní údaje se do fundamentální analýzy zahrnují, ale nezpracovávají se pomocí algoritmizovaného matematického aparátu.
- *Technická analýza* se zabývá kvantitativním zpracováním ekonomických dat za použití algoritmizovaných matematických metod, přičemž získané prostředky jsou vyhodnocovány kvantitativně i kvalitativně.

Mezi metody technické analýzy patří metody, které využívají elementárních matematických postupů, tzv. *elementární metody* finanční analýzy (patří zde např. horizontální a vertikální analýza, analýza poměrových, rozdílových a absolutních ukazatelů, analýza soustav ukazatelů) a metody založené na složitějším matematických postupech a operacích, tzv. *vyšší metody* finanční analýzy (sem patří např. bodové odhady, statistické testy, fuzzy množiny).

### 1.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

Absolutní metoda využívá přímo data zjištěná v účetních výkazech, tzn. že absolutní ukazatel je vyjádřením objemu určité položky účetních výkazů. Jsou tedy velmi citlivé na velikost podniku, což do značné míry znemožňuje porovnávání výsledků různých podniků. Absolutní ukazatele lze rozdělit na stavové (uvádějí údaje o stavu k určitému časovému okamžiku) a tokové (vypovídají o vývoji ekonomické skutečnosti za určité časové období).

### 1.3.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Do této skupiny patří analýza finančních prostředků, které slouží zejména k řízení finanční situace podniku. Vyjadřují rozdíl dvou absolutních ukazatelů. Fondy finančních prostředků vyjadřují souhrn určitých položek krátkodobého majetku očištěný o určité položky krátkodobých pasiv, tím vzniká tzv. čistý fond. V praxi se používá zejména *čistý pracovní kapitál, čistý peněžně-pohledávkový finanční fond a čisté pohotové prostředky*.

### 1.3.3 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele tvoří velmi oblíbenou a často využívanou metodu finanční analýzy, především díky jednoduchosti výpočtu. Vyjadřují poměr dvou absolutních ukazatelů. Jejich hlavní výhodou je, že převádí objemové ukazatele různých podniků na společnou bázi, a tím umožňují jejich vzájemné porovnávání či porovnání v čase. Z hlediska manažerů i ostatních uživatelů je kladen důraz na vypovídací schopnost poměrových ukazatelů, vzájemné vazby a závislosti, způsob jejich interpretace a jaký význam jim je přisuzován pro posouzení ekonomické situace podniku. Je tedy zapotřebí rozumně vybírat poměrové ukazatele, neboť v posledních letech se jich vyvinulo značné množství. Co se týče velikosti vypočtených hodnot jednotlivých ukazatelů, nelze stanovit nějaké pevné, doporučené či optimální hodnoty, které by měly univerzální platnost. Vždy je potřeba při jejich srovnávání vycházet ze specifické charakteristiky hospodaření daného podniku.

Nejčastěji se poměrové ukazatele člení dle posuzovaných vlastností objektu na ukazatele rentability, aktivity, likvidity, finanční stability a zadluženosti, na bázi cash flow a ukazatele vycházející z údajů kapitálového trhu. Vzhledem k cíli diplomové práce bude analýza poměrových ukazatelů provedena jen okrajově.

#### **Ukazatele rentability (ziskovosti, výnosnosti)**

Rentabilita je obecně definována jako poměr zisku (v různém vyjádření) a vloženého kapitálu do podnikání. Zjišťuje tedy efektivnost vložených prostředků. Rentabilita patří k nejdůležitějším charakteristikám podnikatelské činnosti, neboť společným cílem všech podniků je dosahování uspokojivé výnosnosti vloženého kapitálu, kterou je třeba hodnotit v souvislosti s platební schopností a finanční stabilitou.

U analýzy se lze setkat s různým vymezením zisku:

- **EBIT** (*Earnings before interes and taxes*) – *zisk před úroky a zdaněním*. Jedná se o hospodářský výsledek za účetní období, ke kterému je připočtena daň z příjmů a nákladové úroky. Pro účely analýzy představuje celkový zisk, který byl dosažen použitím veškerého majetku podniku, bez ohledu na strukturu použitých zdrojů a sazbu daně z příjmů. Používá se zejména u mezipodnikového srovnávání.
- **EBT** (*Earnings befor taxes*) – *zisk před zdaněním*. Jedná se o hospodářský výsledek za účetní období, ke kterému je připočtena pouze daň z příjmů. Používá se při časovém srovnávání.
- **EAT** (*Earnings after taxes*) – *zisk po zdanění*. Z pohledu vlastníka jde o nejdůležitější kategorii zisku. Jedná se o hospodářský výsledek za účetní období, u kterého je zohledněno daňové zatížení a úroky a který je určen k rozdělení.

Nejčastější ukazatele rentability jsou následující.

#### **Rentabilita celkových aktiv** (*Return on assets*) **ROA**

Ukazatel ROA bývá považován za klíčový ukazatel rentability, protože poměřuje dosažený efekt s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány. Ve své konstrukci nezahrnuje vliv změn v daních a změny v nastavení kapitálové struktury. Měří hrubou produkční sílu aktiv podniku.

$$ROA = EBIT / \text{celková aktiva} \quad (1)$$

Je žádoucí, aby hodnota ukazatele ROA byla co nejvyšší, tj. aby se vkládaný majetek co nejvíce zhodnocoval.

#### **Rentabilita vlastního kapitálu** (*Return on equity*) **ROE**

Vyjadřuje výnosnost kapitálu vloženého do podniku vlastníky. Zhodnocení vlastního kapitálu je důležité pro investory. Mělo by pokrýt obvyklou výnosovou míru a rizikovou prémii, jinak bude pro investory výhodnější zhodnotit svůj kapitál jiným způsobem.

$$ROE = EAT / \text{vlastní kapitál} \quad (2)$$

Výše rentability vlastního kapitálu se odvíjí od úrovně rentability celkového kapitálu a úrovně úrokové míry. Zvýšení hodnoty ukazatele ROE může způsobit zejména větší vytvořený zisk společnosti, pokles úrokové míry cizího kapitálu, snížení podílu vlastního kapitálu na celkovém kapitálu (růst dluhů) nebo kombinace předchozích příčin. Vyšší tvorba

zisku a nárůst ukazatele ROE je žádoucí, pokud je tento přírůstek zisku doprovázen také zvýšením peněžních prostředků. Pokles hodnoty ukazatele ROE bývá způsoben především snížením tvorby zisku, zvýšením úrokového zatížení cizího kapitálu (růst ceny dluhů), zvýšením podílu vlastního kapitálu ve vztahu k celkovému kapitálu (pokles zadlužení) nebo kombinací předchozích důvodů.

### **Rentabilita tržeb (*Return on sales*) ROS**

Rentabilita tržeb poměřuje dosažený zisk k tržbám. Charakterizuje tedy tržní úspěšnost firmy, čili schopnost firmy prosadit se na trhu v konkurenci jiných firem za určité období. V závislosti na vyjádření zisku ve vzorci lze vypočítat ukazatel ROS ve více variantách. Nízká úroveň ukazatele ROS svědčí o chybném řízení, střední úroveň vypovídá o dobré práci vedení firmy, vysoká úroveň upozorňuje na možné riziko. Základem je tento způsob výpočtu.

$$ROS = EAT / tržby \quad (3)$$

### **Ukazatele aktivity (obratovosti)**

Ukazatele aktivity zachycují relativní vázanost kapitálu v jednotlivých formách aktiv a tím vypovídají o tom, jak podnik hospodaří se svými aktivy. Velikost a struktura majetku podniku závisí na konkrétní podnikatelské činnosti, nicméně platí, že při přebytku majetku vznikají firmě zbytečné náklady a klesá zisk. Naopak při nedostatku majetku přichází firma o výnosy díky nevyužitým příležitostem. Ukazatele jsou dvojího typu – rychlost nebo doba obratu. Rychlost obratu vyjadřuje počet obrátek, které zjišťují, kolikrát se obrátí určitý druh majetku za určité časové období. Oproti tomu ukazatele doby obratu měří dobu, po kterou je majetek vázán v určité formě.

#### **Doba obratu stálých aktiv**

Ukazatel vyjadřuje intenzitu, s jakou podnik využívá stálá aktiva pro dosažení tržeb. Je žádoucí, aby hodnota ukazatele byla co nejnižší, tj. aby s fixním majetkem bylo dosahováno co nejvyšších tržeb. Projevuje se zde vliv odpisů, které jsou vypočteny z historických cen, proto je většinou potřeba provést hlubší analýzu dat ve výpočtu.

$$Doba\ obratu\ stálých\ aktiv = stálá\ aktiva / denní\ tržby \quad (4)$$

$$denní\ tržby = roční\ tržby / 360$$

### **Doba obratu zásob**

Udává průměrný počet dnů, po které jsou zásoby vázány v podnikání do doby jejich spotřeby nebo do doby jejich prodeje. Je to důležitý ukazatel pro optimalizaci zásob. Může být počítán i pro jednotlivé druhy zásob. Hodnota ukazatele by měla být co možná nejnižší.

$$Doba\ obratu\ zásob = průměrná\ zásoba / denní\ spotřeba \quad (5)$$

### **Doba obratu pohledávek (průměrná doba splatnosti pohledávek)**

Ukazatel zjišťuje počet dní, během nichž je inkaso peněz za každodenní tržby zadrženo v pohledávkách. Doba obratu pohledávek je vhodné srovnávat s běžnou platební podmínkou, za které firma fakturuje své zboží. Opět je efektivnější, pokud hodnota tohoto ukazatele je co nejnižší.

$$Doba\ obratu\ pohledávek = průměrné\ pohledávky / denní\ tržby \quad (6)$$

### **Doba obratu závazků**

Udává ve dnech průměrnou dobu mezi přijetím závazku z dodavatelské faktury a jeho zaplacením. Hodnota ukazatele by měla být přibližně stejná jako doba obratu pohledávek nebo pokud možno delší.

$$Doba\ obratu\ závazků = průměrné\ závazky / denní\ spotřeba \quad (7)$$

Ukazatele počtu obrátek se získají obrácením poměru údajů ve výpočtech doby obratu všech ukazatelů aktivity.

### **Ukazatele likvidity**

Ukazatel likvidity nás informuje o tom, do jaké míry je podnik schopen hradit svoje závazky. Tím se zároveň zjistí, zda je podnik vůbec schopen existovat. Jedná se tedy o jednu ze základních charakteristik finanční analýzy. Pojem likvidita je běžné označení pro schopnost podniku přeměnit nějaký majetek na peníze. Solventnost se definuje jako schopnost tohoto podniku hradit svoje závazky v okamžiku potřeby, tj. v okamžiku jejich splatnosti. Existuje vzájemná podmíněnost likvidity a solventnosti. Podmínkou solventnosti je, aby firma měla část majetku ve formě peněz. Ukazatele likvidity jsou v podstatě poměrem toho, čím se platí, a toho, co je třeba uhradit. Běžně se likvidita firmy charakterizuje následujícími třemi ukazateli.

### **Běžná likvidita (celková likvidita, likvidita III. stupně)**

Ukazuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky. Ve skutečnosti jde o nepřesný ukazatel likvidity, neboť pro stanovení a objektivní posouzení finanční situace firmy je velmi důležitá struktura oběžných aktiv. Ta je citlivá na strukturu zásob a jejich správném oceňování vzhledem k jejich prodejnosti a na strukturu pohledávek vzhledem k jejich neplacení ve lhůtě či nedobytnosti. Ukazatel likvidity je měřítkem budoucí solventnosti firmy a je postačující pro hodnotu vyšší než 1,5. Optimální je, pokud hodnota běžné likvidity je větší než 2,5. Poměr méně než 1 vypovídá o tom, že je podnik zcela nelikvidní. Avšak příliš vysoká hodnota ukazuje na neproduktivní využití vložených prostředků.

$$\text{Běžná likvidita} = \text{oběžná aktiva} / \text{krátkodobé závazky} \quad (8)$$

### **Pohotová likvidita (rychlý test, likvidita II. stupně)**

Ukazatel pohotové likvidity vyjadřuje, zda je podnik schopen se vyrovnat se svými závazky, aniž by musel prodávat zásoby. Je tedy vyloučen vliv zásob na vypovídací schopnost o solventnosti firmy a v čitateli jsou ponechány jen peněžní prostředky (v hotovosti a na běžných účtech), krátkodobé CP a krátkodobé pohledávky. Doporučená hodnota tohoto ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí od 1 do 1,5. Výše pohotové likvidity závisí na typu činnosti podniku, odvětví, na strategii podniku v oblasti finančního hospodaření apod.

$$\text{Pohotová likvidita} = (\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}) / \text{krátkodobé závazky} \quad (9)$$

### **Okamžitá likvidita (peněžní, likvidita I. stupně)**

Je velmi přesným údajem o tom, kolik k určitému datu splatných dluhů je podnik schopen uhradit s peněžními prostředky v hotovosti a na běžných účtech. Likvidita je zajištěna při hodnotě ukazatele alespoň 0,2, za optimální vývoj lze považovat rozpětí 0,2–0,5. Ukazatel okamžité likvidity se většinou nedá vypočítat, pokud máme k dispozici pouze účetní data. Jedná se totiž o veličinu, jejíž hodnota se denně mění.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \text{krátkodobý finanční majetek} / \text{krátkodobé závazky} \quad (10)$$

### **Ukazatele zadluženosti (finanční závislosti, struktury zdrojů)**

Ukazatele zadluženosti informují o poměru mezi cizími zdroji a vlastními zdroji krytí majetku a jsou tím vyšší, čím je podnik zadluženější. Vysoká zadluženost není vysloveně zápornou charakteristikou firmy. U finančně stabilního podniku může dočasný růst



zadluženosti vést ke zvýšení celkové rentability vložených prostředků a tím i k vyšší hodnotě firmy, avšak současně zvyšuje riziko finanční nestability.

### **Celková zadluženost (ukazatel věřitelského rizika)**

Čím je větší podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech, tím je větší „bezpečnostní polštář“ proti ztrátám věřitelů v případě likvidace. S růstem hodnoty celkové zadluženosti roste riziko, že při platební neschopnosti firmy věřitelé o svůj vložený majetek přijdou. Proto věřitelé preferují nízký ukazatel celkové zadluženosti. Je optimální, pokud hodnota ukazatele klesne pod 60%, vyšší hodnoty jsou rizikem pro současné i budoucí věřitele, především pro banku.

$$\text{Celková zadluženost} = \text{cizí kapitál} / \text{celková aktiva} \quad (11)$$

### **Finanční nezávislost (kvóta vlastního kapitálu)**

Tento ukazatel je doplňkem k ukazateli celkové zadluženosti a společně podávají obraz o skladbě majetku podniku (finanční struktuře). Vyjadřuje finanční nezávislost podniku. V praxi je obtížné stanovit pro firmu optimální poměr mezi cizími a vlastními zdroji krytí majetku. Pokud dokáže management firmy tento poměr stanovit a zároveň kvalitně řídit výrobní a odbytový proces, jedná se vždy o firmu úspěšnou. Ukazatel by se měl pohybovat v intervalu 40-50%. Převrácená hodnota kvóty vlastního kapitálu vyjadřuje finanční páku, která vede k finančnímu zadlužení firmy.

$$\text{Finanční nezávislost} = \text{vlastní kapitál} / \text{celková aktiva} \quad (12)$$

### **Zadluženost vlastního kapitálu (míra zadluženosti)**

Má stejnou vypovídací schopnost jako celková zadluženost – oba rostou s tím, jak roste proporce dluhů ve finanční struktuře firmy. Celková zadluženost roste lineárně (až do 100%), zatímco míra zadluženosti roste exponenciálně až k nekonečnu. Úroveň vzájemného poměru cizího a vlastního kapitálu firmy je závislá na nákladech, které s pořízením zdrojů majetku souvisejí. Cizí zdroje jsou zatíženy úroky, které se odvíjejí od mnoha faktorů. Oproti tomu je vlastní kapitál bezpečným zdrojem financování. Pro podnik je vlastní kapitál výhodný v tom, že náklady na jeho pořízení platí pouze v případě kladného hospodářského výsledku. Hodnota poměru by měla být do 100%. Vyšší hodnota je možná jen dočasně, trvale vyšší hodnota je pak přijatelná jen u podniků s bezpečnými a stabilními příjmy. Převrácená hodnota tohoto ukazatele bývá označována jako finanční samostatnost podniku.

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \text{cizí kapitál} / \text{vlastní kapitál} \quad (13)$$

## Ukazatel úrokového krytí

Při výpočtu předcházejících ukazatelů se nezohledňuje výše úroků, které je třeba hradit. Ukazatel úrokového krytí nás informuje o tom, kolikrát je zisk vyšší než úroky. Zahraniční literatura doporučuje krytí úroků ziskem třikrát a více, aby se případný nepříznivý vývoj podniku okamžitě neprojevil ve vztahu k bance. Jedná se však pouze o doporučení. Čím je ukazatel vyšší, tím je lepší schopnost podniku splácet úroky a možnost vzít si další dluh.

$$\text{Úrokové krytí} = \text{EBIT} / \text{nákladové úroky} \quad (14)$$

### 1.3.4 Ukazatele s využitím údajů kapitálového trhu

U těchto ukazatelů se vychází nejen z účetních údajů, ale také z údajů kapitálového trhu. Platí zde určitá omezení, neboť ne každá firma má právní formu akciové společnosti a její akcie jsou obchodovatelné. Investoři, kteří vložili svůj kapitál do základního jmění firmy a ostatní, kteří obchodují na kapitálovém trhu, se zajímají o návratnost svých investic. Té lze dosáhnout buď prostřednictvím dividend nebo růstem ceny akcií. Analyzovaný podnik neobchoduje s akciemi na kapitálovém trhu, proto budou tyto ukazatele opomenuty.

### 1.3.5 Analýza soustav ukazatelů

Jednotlivé poměrové ukazatele hodnotí stav firmy nebo její vývoj jediným číslem. Ekonomický proces má ovšem mnoho vlastností a mezi ukazateli existují vzájemné závislosti. Je proto obtížné stanovit, které ukazatele pro zhodnocení finanční situace podniku a jeho výkonnosti vybrat a jakou významnost jim přisoudit. Rostoucí počet ukazatelů umožňuje detailnější zobrazení finančně-ekonomické situace podniku, ale současně velký počet ukazatelů ztěžuje orientaci a zejména výsledné hodnocení. Z těchto důvodů existují jak modely založené na větším počtu ukazatelů, tak i modely ústící do jediného čísla. Při vytváření soustav ukazatelů se rozlišují:

- a) **Soustavy hierarchicky uspořádaných ukazatelů** – příkladem jsou pyramidové soustavy, které slouží k identifikaci logických a ekonomických vazeb mezi ukazateli jejich rozkladem.
- b) **Účelové výběry ukazatelů** – jsou sestavené na bázi komparativně-analytických nebo matematicko-statistických metod. Podle účelu jejich použití se člení na bonitní a bankrotní modely.

Bonitní a bankrotní modely slouží pro rychlou orientaci investorů a věřitelů, resp. pro rozřídění firem podle jejich výkonnosti a důvěryhodnosti. **Bonitní (diagnostické) modely** odrážejí míru kvality firmy podle její výkonnosti, jsou tedy orientovány na investory a vlastníky. Z časového hlediska se jedná o analýzu „ex post“, která vede k poznání příčin současné finanční situace firmy. **Bankrotní (predikční) modely** jsou určeny především věřitelům, jež zajímá schopnost podniku dostát svým závazkům. Lze je označit za systémy včasného varování, neboť podle chování vybraných ukazatelů indikují případné ohrožení finančního zdraví firmy. Jsou tedy vhodné nejen pro současné, ale i budoucí rozhodování (analýza „ex ante“).

Z pyramidových soustav bude proveden pouze rozklad ukazatele EVA equity, který je podrobně popsán v kapitole 1.4.4. Většina bonitních a bankrotních modelů byla vytvořena na základě zahraničních podmínek a jejich transformace na podmínky české ekonomiky vede k nižší vypovídací schopnosti. Proto budou hodnoceny pouze IN indexy sestavené Inkou Neumaierovou a Ivanem Neumaierem pro podmínky ČR.

## Index IN95

Jedná se o model bankrotní - věřitelský označovaný jako index důvěryhodnosti, který vznikl v roce 1995. Skládá se ze šesti ukazatelů z oblasti aktivity, výnosnosti, zadluženosti a likvidity, kterým je přiřazena různá váha podle odvětví národního hospodářství. Výsledná hodnota pak vypovídá o schopnosti podniku plnit své závazky. Index IN95 má následující tvar:

$$IN95 = V1 \cdot \frac{A}{CZ} + V2 \cdot \frac{EBIT}{\dot{U}} + V3 \cdot \frac{EBIT}{A} + V4 \cdot \frac{T}{A} + V5 \cdot \frac{OA}{KZ + KB\dot{U}} + V6 \cdot \frac{ZPL}{T}, \quad (15)$$

kde  $V1$ - $V6$  jsou váhy jednotlivých ukazatelů ( $V2 = 0,11$  a  $V5 = 0,10$ , ostatní jsou dány dle jednotlivých oborů ekonomických činností OKEČ),  $A$  jsou aktiva resp. pasiva,  $CZ$  jsou cizí zdroje,  $EBIT$  je zisk před úroky a zdaněním,  $\dot{U}$  jsou nákladové úroky,  $T$  jsou tržby,  $OA$  jsou oběžná aktiva,  $KZ$  jsou krátkodobé závazky,  $KB\dot{U}$  jsou krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci,  $ZPL$  jsou závazky po lhůtě splatnosti.

Význam jednotlivých ukazatelů:  $\frac{A}{CZ}$  je finanční páka,  $\frac{EBIT}{\dot{U}}$  je úrokové krytí,  $\frac{EBIT}{A}$  je produkční síla,  $\frac{T}{A}$  je obrat aktiv,  $\frac{OA}{KZ + KB\dot{U}}$  je běžná likvidita,  $\frac{ZPL}{T}$  je doba obratu závazků po lhůtě splatnosti.

Podniky s hodnotou IN95 vyšší než 2 jsou schopné bezproblémově platit závazky („finančně zdravé“). Šedá zóna indexu IN95 vychází v rozmezí hodnot 1 – 2. Firmy pohybující se v tomto pásmu jsou rizikové a mohly by zde nastat problémy s placením závazků. U firem, které nedosáhly ani hodnoty 1 tyto problémy již existují, tzn. firmy nemají dostatečnou schopnost plnit své závazky. Úspěšnost indexu IN95 je více než 70%.

## Index IN99

Index IN99 (bonitní model) byl sestaven v roce 1999, aby akceptoval pohled vlastníka. Jednotlivé váhy ukazatelů indexu IN95 platné pro českou ekonomiku byly upraveny s ohledem na jejich význam pro dosažení kladné ekonomické přidané hodnoty. Tento index je vhodný v případě, že jsou u podniku problémy s odhadem alternativního nákladu na vlastní kapitál pro posouzení výkonnosti podniku pomocí ukazatele EVA. Vzorec pro výpočet IN99 je následující:

$$IN99 = -0,017 \cdot \frac{A}{CZ} + 4,573 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,481 \cdot \frac{V}{A} + 0,015 \cdot \frac{OA}{KZ + KBÚ}, \quad (16)$$

kde V jsou celkové výnosy.

Pokud je hodnota indexu IN99 větší než 2,07, podnik dosahuje kladného ekonomického zisku. Hodnota indexu pod 0,684 znamená záporný ekonomický zisk. Interval šedé zóny představuje signál o určitých problémech. Při ověřování indexu jsou klíčová následující tři pásma. Dosahuje-li firma hodnot 1,420 až 2,07, není na tom špatně a spíše tvoří hodnotu. Při hodnotách 1,089 až 1,420 je situace nerozhodná, firma má své přednosti, ale má i výraznější problémy. V pásmu hodnot 0,684 až 1,089 již převažují problémy a spíše netvoří hodnotu. Index IN99 vystihuje situaci firmy s úspěšností vyšší než 85%.

Pokud firma není schopna plnit své závazky, je ohrožena existence firmy. Z pohledu vlastníka je plnění věřitelského kritéria pro hodnocení firmy podmínkou nutnou, nikoli však postačující. Přesto, že firma plní své závazky, nemusí vytvářet hodnotu pro vlastníka. A naopak, pokud firma tvoří hodnotu pro vlastníka neznamena to, že je schopna plnit své závazky. Mohou tedy nastat všechny možné kombinace výsledků indexů IN95 a IN99.

## Index IN01

Tento index vznikl v roce 2001 a spojuje východiska obou předchozích indexů. Jeho výpočet má tvar:

$$IN01 = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{Ú} + 3,92 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{V}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ + KBÚ}. \quad (17)$$

Hodnota index IN01 větší než 1,77 znamená, že podnik tvoří hodnotu a hodnota indexu IN01 menší než 0,75 znamená, že podnik má problémy a spěje k bankrotu. Mezi hodnotami 0,75 až 1,77 je šedá zóna.

Bonitní a bankrotní modely se vyznačují svou snadností a rychlostí výpočtu. Mají ale pouze základní orientační charakter a nejsou schopny nahradit podrobnou finanční analýzu.

## 1.4 Moderní metody hodnocení finanční výkonnosti

Rozvoj kapitálových trhů a rozmach svobodného podnikání si vynutil změnu pohledu na řízení podniku. Potřeba dbát zájmů investorů vytváří stále nové konstrukce, jejichž smyslem je postihnout reálný obraz efektivnosti hospodaření včetně budoucích perspektiv. Předpokladem pro zvyšování hodnoty pro všechny, kteří jsou s podnikem spjati, je maximalizace hodnoty pro vlastníky. V podstatě jde o zvyšování rozpětí mezi hodnotou kapitálu investovaného do podniku a jeho současnou tržní hodnotou.

Potřebu zvyšovat akcionářskou hodnotu je účelné zakomponovat do systému běžného řízení podniku. Tradiční způsob řízení podniku je založen na kombinaci *strategických cílů* (zvyšování výkonnosti, tržního podílu, vývoj nových výrobků a služeb, aplikace nových technologií) a *cílů finančních*, které jsou odvozeny z účetních výkazů (provozní zisk, zisk z běžné činnosti, zisk za účetní období). Z těchto hospodářských výsledků jsou pak odvozovány různé ukazatele rentability (ROA, ROE,...). Problém je v tom, že hospodářský výsledek a z něho odvozené ukazatele nedostatečně korelují s tvorbou akcionářské hodnoty, tzn. růst hospodářského výsledku nemusí znamenat růst akcií na kapitálovém trhu. Mezi nejčastější nedostatky tradičního způsobu řízení podniku patří necitlivost ukazatelů vůči riziku, které podstupují všichni vlastníci i investoři, nezohledňují časové hodnoty peněz a také to, že vyšší vykázaného zisku lze ovlivnit i pomocí legálních účetních operací. Proto byl vyvinut tlak na hledání nových způsobů, jak provázat finanční výkonnost podniku s tvorbou akcionářské hodnoty. Vznikl nový přístup, tzv. *hodnotové řízení*.

Základem tohoto přístupu jsou hodnotová kritéria, která se liší oproti tradičním ukazatelům ve dvou momentech:

- zavádí myšlenku tzv. oportunitních nákladů (nákladů ušlé příležitosti) do měření výkonnosti, které vystupují v podobě nákladů kapitálu (WACC – *Weighted average cost of capital*),
- pracuje s provozním hospodářským výsledkem (NOPAT – *Net operating profit after taxes*).

V osmdesátých letech bylo řešení hledáno především v použití peněžních toků a na nich založené metody DCF (diskontovaného cash flow). Osvědčila se zejména jako nástroj výnosového oceňování. Prokázalo se, že peněžní toky a z nich plynoucí ocenění podniků mají se skutečně dosahovanou tržní hodnotou užší souvislost než zisk na akcii a ukazatel ROE.

Metoda DCF však není příliš použitelná jako nástroj běžného řízení podniku a nelze tedy na ní stavět ukazatele hmotné zainteresovanosti manažerů. Snahy o překonání dosavadních nedostatků metod hodnocení výkonnosti podniku vedly v roce 1991 americkou firmu Stern, Stewart & Co. ke stanovení nových kritérií hodnocení výkonnosti podniků, zahrnutých v ukazatelích EVA (ekonomická přidaná hodnota) a MVA (tržní přidaná hodnota). Tyto ukazatele pracují s pojmem ekonomického zisku, neboli nadzisku. Tím se označuje zisk, který vznikne po uhrazení běžných nákladů, ale i alternativních nákladů kapitálu. Předpokladem je kombinace účetních a tržních dat. **Nejde jen o to, aby podnik vytvořil určitý objem zisku, ale aby platilo, že výnosnost investovaného kapitálu je větší než alternativní náklad na kapitál.**

Při hodnocení finanční výkonnosti vybraného podniku bude použita metoda EVA.

### 1.4.1 Ekonomická přidaná hodnota – EVA

Metoda EVA vznikla ve Spojených státech amerických a postupně se rozšířila do zemí Evropy. Jejími autory jsou Američané G. B. Stewart a J. M. Stern. V současnosti je aplikována také na podniky v České republice a její významnost se neustále zvyšuje. Stewart definoval ekonomickou přidanou hodnotu jako „operating profits less the cost of all capital employed to produce those earnings“ (Stewart 1991), tj. jako **operační zisk snížený o náklady na veškerý kapitál použitý k produkci tohoto zisku.**

EVA je nástroj, který kombinuje výsledek hospodaření s velikostí rizika, které je spojeno s dosahováním tohoto výsledku a sbližuje tak účetní veličinu s pohledy kapitálového trhu a investorů. Předností EVA je možnost použít ukazatele finanční analýzy také jako podklad pro oceňování podniku a dále pro finanční management, při investičním rozhodování, pro řízení a motivování pracovníků nebo pro měření výkonů. EVA vychází ze základního pravidla, že podnik musí vyprodukovat alespoň tolik, kolik činí výnos investovaných prostředků. Tyto náklady kapitálu nebo požadovaná míra výnosnosti se týkají vlastního kapitálu i dluhu. Ukazatel ekonomická přidaná hodnota tedy vypovídá o tom, zda společnosti vytvářejí přidanou hodnotu pro akcionáře nebo zda hodnotu vloženou investorem snižují.

EVA je kombinací dvou přístupů:

- *Hodnotový přístup*, na kterém jsou založeny např. ukazatele návratnosti investic ROI, jejichž cílem je zjišťovat hodnotu tvořenou společností, i když nekoreluje s vytvářením této hodnoty.
- *Vlastnický přístup*, jehož cílem je soustředění snahy managementu na prosazování zájmů vlastníků při vytváření hodnoty společnosti.

Systém odměňování postavený na tomto základě nutí manažery smýšlet tak, jako by byli vlastníky společnosti.

EVA je v podstatě ekonomický zisk nebo-li nadzisk. Rozdíl ekonomického zisku oproti účetnímu spočívá v tom, že ekonomický zisk je rozdílem mezi výnosy a ekonomickými náklady, které zahrnují jak explicitní náklady (souvisí se spotřebovanými zdroji získanými mimo podnik – „náklady na cizí kapitál“), tak i implicitní náklady (náklady obětovaných příležitostí – „náklady na vlastní kapitál“).

$$\text{účetní zisk} = \text{výnosy} - \text{účetní (explicitní) náklady}$$

$$\text{ekonomický zisk} = \text{výnosy} - \text{náklady na kapitál (explicitní + implicitní)}$$

Společnosti, které vytvářejí hodnotu ( $EVA > 0$ ), mají větší šanci, že jí budou dosahovat i v budoucnu. Vytvářená hodnota přitahuje další kapitál, který pak umožňuje inovaci a přináší nová pracovní místa. Naopak ty společnosti, které hodnotu snižují ( $EVA < 0$ ), získávají nové zdroje stále obtížněji a nákladněji. To vede k poklesu činnosti, ztrátě současných i nových potencionálních příležitostí, snižování pracovních míst a následným akvizicím.

## Výpočet ukazatele EVA

Existují dva přístupy výpočtu ekonomické přidané hodnoty:

- **EVA entity** – do výpočtu NOPAT se zahrnuje výsledek hospodaření použitelný pro vlastníky (akcionáře), ale také úroky z cizího kapitálu, které jsou výnosem věřitelů. Tato varianta se považuje za základní.
- **EVA equity** – vychází z rentability vlastního kapitálu a bere v úvahu pouze náklady vlastního kapitálu.



V zásadě lze rozlišit dva základní koncepty výpočtu:

**a) Na bázi hodnotového rozpětí (vzorec Value Spread)**

$$\boxed{EVA (entity) = (ROC - WACC) \cdot Capital}, \quad (18)$$

kde  $ROC$  je výnosnost investovaného kapitálu,  $WACC$  jsou průměrné vážené náklady na kapitál v % (*Weighted average cost of capital*),  $Capital$  je kapitál vázaný v aktivech, která slouží k operativní činnosti podniku k začátku hodnoceného období.

Častější výpočet EVA je na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí, označován jako EVA equity:

$$\boxed{EVA (equity) = (ROE - r_e) \cdot E}, \quad (19)$$

kde  $ROE$  je výnosnost vlastního kapitálu,  $r_e$  jsou náklady vlastního kapitálu,  $E$  je vlastní kapitál.

Podstatou této metody je porovnat ziskovost a nákladovost vlastního kapitálu. Rozdíl těchto dvou veličin se nazývá spread (rozptyl). Pro vlastníka je žádoucí, aby rozdíl  $ROE$  a  $r_e$  byl co největší, minimálně by měl být kladný. V tomto případě mu investice do firmy přináší více, než by mu vynesla alternativní investice. Vynásobením spreadu vlastním kapitálem se získá absolutní hodnota EVA.

**b) Na bázi provozního zisku (vzorec „Capital Charge“)**

$$\boxed{EVA (entity) = NOPAT - Capital \cdot WACC}, \quad (20)$$

kde  $NOPAT$  je zisk z hlavní (operativní) činnosti podniku po dani (*Net operating profit after taxes*).

Ekonomický zisk je počítán jako rozdíl mezi ziskem z operativní činnosti a kapitálovými náklady. Na první pohled vypadá tento výpočet velmi jednoduše, avšak problémy mohou vzniknout při bližším pohledu na jednotlivé komponenty z tohoto vzorce.

*Zisk z operativní činnosti* nelze vždy ztotožnit s provozním výsledkem hospodaření podle českých účetních předpisů, protože může zahrnovat i část výsledku hospodaření z finanční činnosti resp. neobsahovat část výsledku hospodaření z provozní činnosti. Proto je vhodné před samotným výpočtem rozdělit konkrétní činnosti podniku na operativní, tj. ty, které slouží základnímu podnikatelskému záměru a na tomto základě rozdělit majetek na

operativní aktiva a ostatní aktiva (tzv. neoperativní) a vydělit z výsledku hospodaření neoperativní náklady a výnosy.

Složka *Capital* představuje souhrn všech finančních zdrojů, které do podniku vložili investoři. Bývá označována také jako čistá operativní aktiva (NOA – *Net operating assets*). Vymezení operačních aktiv závisí na povaze podnikatelské činnosti, a proto může být v konkrétních situacích různá. Východiskem pro jejich určení jsou aktiva vykázána v účetních výkazech, která jsou dále upravována.

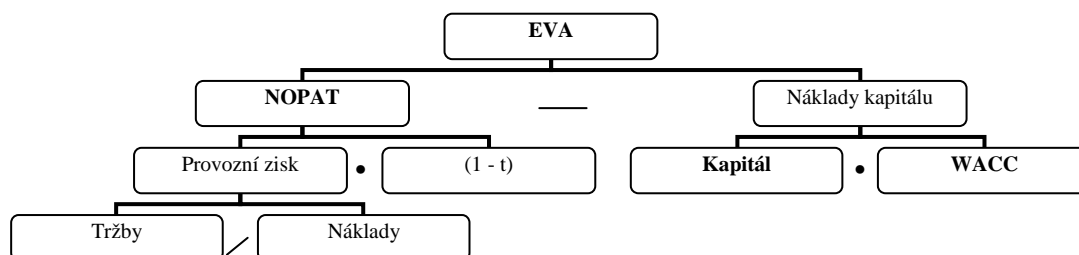
Třetí složkou vzorce pro výpočet ukazatele EVA jsou *průměrné vážené náklady kapitálu* (WACC). Vzhledem k tomu, že tato veličina výrazně ovlivňuje úroveň hodnoty EVA, je správné určení její hodnoty jedním z klíčových problémů. WACC jsou kombinací nákladů různých forem kapitálu:

$$\boxed{WACC = r_d \cdot (1-t) \cdot D/C + r_e \cdot E/C}, \quad (21)$$

kde  $r_d$  náklady na úročený cizí kapitál (úroková míra),  $t$  je sazba daně z příjmů,  $D$  je úročený cizí kapitál (*Debt*),  $C$  je celkový kapitál ( $E + D$ ),  $r_e$  jsou náklady na vlastní kapitál (*Return of equity*),  $E$  je vlastní kapitál (*Equity*).

Vztah mezi faktory ovlivňující ukazatel EVA je znázorněn na následujícím obrázku.

Schéma 1.1: Rozklad ukazatele EVA



*Pramen: KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku 2. přepracované a doplněné vydání. 2 vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.*

Metoda EVA není vhodná ke srovnání výkonnosti jednotlivých podniků, protože je veličinou absolutní. Možnost srovnání dává ukazatel EVA na bázi relativního hodnotového rozpětí. Úprava se provede přepočtením hodnoty EVA k vlastnímu kapitálu, tudíž není ovlivněna výší vlastního kapitálu a lze měřit relativní výkonnost firmy.

$$EVA / E = ROE - r_e. \quad (22)$$

## 1.4.2 Úprava účetních dat na ekonomický model pro výpočet EVA

Účetnictví je základním zdrojem informací pro investory, je však v podstatě primárně zaměřeno na potřeby věřitelů. Při dodržování zásady oceňování v historických cenách (pořizovací cena, vlastní náklady) není splněna zásada pravdivého a věrného zobrazení. To vede ke zkreslení vypovídací schopnosti účetních informací a skutečné ekonomické situace podniku. S tím jsou nespokojeni především akcionáři, pro které je důležitý reálný obraz aktiv a pasiv. Nevýhoda účetnictví je v tom, že je statické, vykazuje minulé skutečnosti a účetní výkazy jsou zaměřeny krátkodobě. Investoři chtějí znát budoucí výnosy a rizika spojená s jejich investicemi, proto je nutné provést konverzi účetního modelu na model ekonomický, který bude zaměřen na potřeby akcionářů.

Podle autorů modelu EVA – Stern, Stewart a kol. existuje velké množství úprav účetních dat (používají seznam s více než 160 položek), avšak doporučuje se použít jen ty úpravy, které mají v konkrétním případě nejdůležitější význam. Úpravy by měly být vybírány podle následujících pravidel (*PAVELKOVÁ D., KNÁPKOVÁ A. 2005*):

- úprava je důležitá vzhledem k rozhodovacímu procesu s možností ovlivnit hodnotu vlastnických podílů,
- jsou k dispozici potřebná data,
- úprava je srozumitelná manažerům,
- úpravu lze vysvětlit zaměstnancům a vlastníkům podniku,
- úprava bude stabilně používána alespoň po dobu tří let,
- úprava podstatně ovlivní schopnost ukazatele EVA vysvětlit výnosnost a tržní hodnotu podniku,
- úpravy zahrnují ty položky, které mohou být manažery ovlivnitelné.

Konverze na ekonomický model by měla obsahovat následující čtyři základní kroky.

### a) Konverze na operativní aktiva

Podmínka úplnosti účtování o všech finančních transakcích, které souvisejí se společností, vede k tomu, že NOPAT a kapitál musí být očištěny o všechny neoperativní náklady a výnosy, které neslouží k dosažení a udržení příjmů z hlavní podnikatelské činnosti. Při oddělování neoperativních aktiv od aktiv operativních musí analytik podle výše uvedených pravidel vystihnout, které změny jsou nejvíce potřebné, výsledků proto může

existovat více. Jedním z hlavních důvodů proč se neprovozní činnosti oddělují je různá výše podnikatelského rizika a v důsledku toho i potřeba použít různé diskontní míry pro provozní a neprovozní činnosti. Ve vztahu k EVA se používá pojem čistá operativní aktiva (NOA).

#### **b) Konverze finančních zdrojů**

Smyslem této konverze je přesné vymezení zdrojů financování použitých k investování, aby byl vytvořen reálný a úplný obraz financování podniku. Rozhodujícím problémem je financování formou finančního leasingu a dalších forem pronájmu, která nejsou v účetní rozvaze vykázána. Je tedy nutné zvýšit aktiva o hodnotu majetku pořízeného na leasing, zvýšit NOPAT o úroky z leasingových splátek a zvýšit úročené závazky o závazek vůči leasingové společnosti. Dále je zapotřebí úprava vykazovaných rezerv o tzv. tiché rezervy a úprava finančních zdrojů o krátkodobé neúročené závazky.

#### **c) Konverze daňová**

Daňová konverze vychází z toho, že cizí financování má být zohledněno pouze v kapitálových nákladech. Cílem této konverze je tedy odstranění daňových efektů cizího financování, např. odstranění možnosti odpočtu úvěru z daňového základu. NOPAT tak přibližně představuje výnos podniku, který je fiktivně financován vlastním kapitálem. Zjistí se jako rozdíl zisku před zdaněním a skutečným zdaněním, k němuž se připočte hodnota daňového štítu cizího financování. Vzniklý rozdíl se musí zohlednit jako úprava v bilanci.

#### **d) Akcionářská konverze**

Vzhledem k tomu, že se do operativních aktiv započítává řada položek, které v účetnictví nejsou vykazovány (např. některé položky nehmotných aktiv), musí docházet k úpravám i na straně pasiv. Jde zejména o zvyšování vlastního kapitálu, které se zohlední v upravené rozvaze jako tzv. ekvivalenty vlastního kapitálu (equity equivalents). Patří sem např. výdaje na vědu a výzkum nebo marketingový průzkum, které nejsou považovány za náklady, ale za investice (proto se odepisují). Tím se dosáhne relativní stability NOPAT, protože nebude zatížen jednorázovými náklady. Dalším zdrojem ekvivalentů vlastního kapitálu je přecenění aktiv směrem k tržním hodnotám a také získaný goodwill, neboť představuje hodnotu pro akcionáře.

## Výpočet základních položek EVA

Následující podkapitoly jsou zaměřeny na podrobný výpočet a úpravy jednotlivých položek vstupujících do ukazatele ekonomické přidané hodnoty s ohledem na české účetní předpisy. Jak už bylo uvedeno výše, k jejímu výpočtu je třeba zjistit tři veličiny:

- NOA – čistá operativní aktiva,
- NOPAT – výsledek hospodaření z operativní činnosti podniku,
- WACC – průměrné vážené náklady kapitálu.

### 1.4.2.1 Výpočet čistých operativních aktiv - NOA

Při určování operativních aktiv se vychází především z rozvahy. Pro výpočet NOA je nutné:

- vydělit neoperativní aktiva,
- aktivovat položky, které účetně v aktivech vykazovány nejsou,
- snížit aktiva o neúročený cizí kapitál.

#### Vyloučení neoperativních aktiv

Určit, která aktiva mají operativní charakter a která nikoli, je značný problém a závisí to především na situaci konkrétního podniku (jeho operativní činnosti) a odborném posouzení analytika. Jednotlivé položky aktiv, které by neměly být zahrnuty do rozvahy podle uvedených předpisů pro výpočet ukazatele EVA, jsou vymezeny následně.

#### a) Krátkodobý finanční majetek

Do této skupiny patří mimo jiné – *peníze, účty v bankách a krátkodobé cenné papíry a podíly*. Pokud má položka krátkodobé CP a podíly charakter strategické rezervy, která má ulehčit splácení úvěru nebo financování investic, pak se nejedná o provozně nutné aktivum a měla by se odečíst z bilanční sumy. Peněžní prostředky by měly být udržovány jen na provozně nutné výši, proto se můžou zařadit mezi operativní aktiva. Případný přebytek nad provozně nutnou výši (např. na úrovni peněžní likvidity) by se měl od operativních aktiv odečíst.

#### b) Dlouhodobý finanční majetek

Patří sem zejména cenné papíry a vklady, které má investor v okamžiku jejich pořízení nebo vzniku záměr držet v aktivech déle než 1 rok (např. *podíly v ovládaných a řízených osobách, půjčky a úvěry, dlužné cenné papíry držené do splatnosti*). Kritériem pro ponechání

nebo vyloučení z NOA je důležitý účel finančních investic. Pokud slouží pouze k uložení peněz, pak se z NOA vylučují. Pokud je investice spojena s hlavní činností, doporučuje se tato položka v NOA ponechat a pokud možno oceněná tržní hodnotou. Jestliže charakter finančních investic není znám, pak se doporučuje do NOA nezahrnovat. Výnosy z investic, které jsou součástí NOA, je třeba začlenit do NOPAT, a naopak výnos vyloučit, jedná-li se pouze o investici pořízenou za účelem uložení dočasně volných finančních prostředků.

#### **c) Vlastní akcie**

Dle doporučení k výpočtu EVA i dle zásad účetnictví v ČR jsou vlastní akcie vyloučeny z vlastního kapitálu, proto v žádném případě netvoří součást NOA.

#### **d) Nedokončené investice**

Podle Mezinárodního účetního standardu (IAS 16) by tato položka měla být evidována odděleně. Její zařazení do NOA je tedy třeba posoudit. Tento majetek je sice většinou provozně potřebný, ale nepodílí se na tvorbě současných výsledků hospodaření. Proto se doporučuje nedokončené investice z NOA vyloučit.

#### **e) Zřizovací výdaje**

České účetní předpisy dovolují zřizovací výdaje aktivovat. Jde o náklady, které nejsou přímo spojeny s hlavní činností podniku, a proto se musí vyloučit z aktiv a o stejnou částku snížit vlastní kapitál.

#### **f) Jiná aktiva nepotřebná k operativní činnosti**

Mezi nevyužívaná aktiva patří např. *nevyužité či pronajaté pozemky a budovy, nadbytečné zásoby*. Předpokládá se, že tato aktiva budou nejspíš rozprodána, a to bez vlivu na hlavní činnost. Je účelné tato aktiva z NOA vyloučit.

#### **g) Kumulované neobvyklé zisky a ztráty**

Mimořádné náklady a výnosy se musí z NOPAT vyloučit, neboť zisk z operativní činnosti podniku smí obsahovat pouze náklady a výnosy dosažené za běžnou činnost. Tato oprava se musí provést i v rozvaze.

#### ***Operativní aktiva nevykázaná v účetnictví***

Do operativních aktiv je třeba zahrnout všechna aktiva, která se podílejí na tvorbě operativního výsledku hospodaření, včetně těch, která nejsou zaznamenána v rozvaze.

### a) Finanční leasing

Vymezení finančního leasingu: doba leasingu není o mnoho kratší než lhůty pro odepisování (především daňové), nájemce nese převážnou část rizik a užitků z držby majetku, leasingová smlouva není vypověditelná bez souhlasu majitele, nájemce má právo na kupní opci po skončení leasingu.

Pokud není některé z kritérií splněno, jedná se o operativní leasing. Majetek pronajatý formou finančního leasingu by měl být zahrnut v rozvaze nájemce (aniž by k němu měl vlastnické právo), protože nájemci z něj plynou ekonomické užitky a rizika. Je stále více požadováno, aby leasingové obchody byly aktivovány a z nich plynoucí závazky vykazovány v pasivech, neboť prostřednictvím leasingu se financuje velká část investic podniku. Podniky s takto koupeným majetkem vykazují vyšší investovaný kapitál a také vyšší kapitálové náklady. Je tedy žádoucí tato aktiva do NOA započítat – nejlépe v tržním ocenění.

Aktivaci majetku pořízeného formou finančního leasingu lze provést například tak, že se do aktiv započte hodnota pronajatého majetku snižená o odpisy a nesplacená část leasingu se uvede jako závazek v pasivech. NOPAT se upraví o přírůstek nebo úbytek aktivovaných nákladů. Aktiva se odepisují běžným způsobem podle předpokládané doby použití. Avšak pokud není jisté, že majetek bude po uplynutí doby leasingu odkoupen, pak by měl být majetek zcela odepsán do konce doby trvání leasingové smlouvy. Náklad leasingu se určí jako úroková míra implicitně obsažená v leasingových splátkách. Výpočet znázorňuje vzorec:

$$CL = \sum_t^n \frac{LP_t}{(1+i_L)^t} + \frac{ZC}{(1+i_L)^n} \quad (23)$$

kde  $CL$  je hodnota předmětu leasingu,  $n$  je doba pronájmu vyjádřená v časových intervalech  $t$ , kdy dochází ke splátkám,  $LP_t$  je leasingová platba v období  $t$  (leasingová splátka + úrok),  $ZC$  je zůstatková cena předmětu leasingu,  $i_L$  je implicitní úroková míra leasingu.

### b) Operativní leasing

Oproti finančnímu leasingu se neumožňuje tento majetek aktivovat. Ale podle ekonomického pohledu je operativní leasing i nájem opět jen formou cizího financování podnikové činnosti. Podle Mezinárodních účetních standardů není pro zachycení aktiva v účetní závěrce podstatné, zda aktivum vlastníme, ale zda máme pod kontrolou užitky z tohoto aktiva. Z toho vyplývá, že majetek, především z dlouhodobého leasingu, je vhodné zahrnout do aktiv a závazků stejně jako u finančního leasingu.

### c) Ekvivalenty vlastního kapitálu

Jsou důsledkem přecenění aktiv analyzovaného podniku z pohledu vlastníka. Ekvivalenty VK mají obvykle kladnou hodnotu a zvyšují tak hodnotu vlastního kapitálu. Přecenění jednotlivých složek aktiv je následující:

- *Pohledávky*: dle daňových předpisů je možné k pohledávkám tvořit opravné položky, mohou tak vznikat tiché rezervy (podhodnocení) nebo nadhodnocení výše pohledávek.
- *Zásoby*: ocenění realizační cenou je možné jen tehdy, je-li nižší než cena pořizovací. Z hlediska vlastníka je možné od principu opatrnosti upustit a využít k ocenění tržní ceny.
- *Dlouhodobý majetek*: ve světě převládá princip oceňování dlouhodobého majetku pořizovacími cenami, které vlivem růstu cen a technického pokroku nemusí odrážet skutečnou tržní cenu. Pro přecenění se používají cenové indexy výrobců, méně vhodnější je index spotřebních cen. Při ocenění se zohledňuje reálné opotřebení.

Případné rozdíly mezi vykázanou a skutečnou hodnotou aktiv je možno započítat jako  $\pm$  položku k ekvivalentu vlastního kapitálu a upravit stejně tak NOA.

### d) Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky

Podnik může někdy vynaložit určité prostředky, které vykáže jako náklady běžného období, ale jejich účinek bude dlouhodobý (jako u investic). Svým charakterem tyto náklady odpovídají nehmotným aktivům, představují investici do budoucna. Patří sem zejména:

- *náklady na výzkum a vývoj,*
- *náklady na vzdělání a výchovu pracovníků,*
- *náklady na marketing (reklama aj.),*
- *náklady spojené se vstupem na nové trhy.*

Podle amerických všeobecně uznávaných účetních předpisů (US GAAP) není dovoleno tyto náklady aktivovat. Mezinárodní účetní standard IAS 38 má na to jiný názor. Pro aktivaci požaduje, aby budoucí hospodářské výsledky bylo možno očekávat s dostatečně vysokou pravděpodobností, náklady na pořízení nehmotného majetku byly spolehlivě měřitelné a aktiva byla ovládaná podnikem, což vyžaduje existenci vymahatelných právních norem. Z těchto důvodů IAS 38 vylučuje z aktivace např. náklady na vzdělání pracovníků, reklamu či reorganizaci podniku. Metoda EVA aktivaci těchto položek uznává. Podle doby, po kterou budou přinášet efekt, se budou odepisovat. Hodnota aktivace v každém roce se vypočte jako



rozdíl ceny pořízení a ročního odpisu. Do NOPAT se započte přírůstek nebo úbytek aktivovaných nákladů.

#### **e) Goodwill**

Představuje kladný nebo záporný (Badwill) rozdíl mezi tržní (kupní) cenou podniku a cenou jeho individuálně přeceněných složek aktiv a závazků. Tento rozdíl může vznikat z potenciálu podniku v podobě dobrého jména podniku daného např. kvalifikovanou pracovní silou a výkonným managementem, perspektivním výrobním programem apod. Kladný rozdíl se odepisuje rovnoměrně do nákladů a záporný do výnosů po dobu 60 měsíců. Pokud je o Goodwillu účtováno, pak je dobré jej zahrnout do NOA v brutto hodnotě bez opravěk a to za předpokladu, že se jeho hodnota postupně nesnižuje.

#### **f) Tiché rezervy (úmyslně vytvářené)**

Tiché rezervy mohou být úmyslně vytvářeny pomocí *odpisů* a *opravných položek* na straně aktiv a pomocí *rezerv* na straně pasiv. V případě, že podnik úmyslně snižuje hodnotu aktiv či vytváří nadbytečné rezervy, je třeba zařadit je formou ekvivalentů vlastního kapitálu k účetnímu vlastnímu kapitálu.

#### ***Krátkodobé, explicitně neúročené závazky***

Cílem je vyloučit z NOPAT odpočet všech nákladů na cizí kapitál. Hlavní součástí krátkodobých závazků jsou zejména dodavatelské úvěry, které jsou skrytě úročené – náklady jsou zahrnovány do nákupních cen. Opravu této chyby lze provést dvěma způsoby:

- opravou výsledku hospodaření = zvýšením NOPAT o skryté úroky,
- opravou vykázaných aktiv = snížením NOA o neúročené závazky.

V praxi se odhad implicitních úroků těžko provádí, proto je přijatelnější druhý způsob opravy. Krátkodobé neúročené závazky mají bezprostřední vazbu k pohybu peněžních prostředků, platby by měly proběhnout do jednoho roku a nevyvolávají žádné přímé úrokové náklady. Mezi ně patří např. *závazky z obchodních vztahů, závazky ke společníkům a sdružením (neúročené), závazky k zaměstnancům, závazky ze sociálního zabezpečení, daňové závazky a dotace, závazky k podnikům s rozhodujícím nebo podstatným vlivem (neúročené)*. K závazkům, které nenesou náklad se řadí také *pasivní položky časového rozlišení, nezaplatněné dlouhodobé závazky a rezervy mající charakter skutečných závazků*.

## Shrnutí úprav rozvahy

Pro větší přehlednost jsou v následujících schématech uvedeny podstatné úpravy rozvahy způsobené přechodem z účetního modelu na ekonomický (Maříková P., Mařík M. 2005).

Schéma 1.2: Dopady úprav pro výpočet ukazatele EVA do aktiv

Dopady do aktiv	
<i>Dlouhodobá aktiva</i>	
-	neoperativní dlouhodobý majetek
+	goodwill (v brutto hodnotě)
+	aktivované náklady s dlouhodobými účinky (dlouhodobý nehmotný majetek)
+	zvýšení hodnoty dlouhodobého majetku z přecenění (tiché rezervy)
+	leasing (zůstatková hodnota pronajatého majetku)
+	kumulované neobvyklé ztráty
-	kumulované neobvyklé zisky
<i>Oběžná aktiva</i>	
-	neoperativní oběžná aktiva
+	tiché rezervy z přecenění oběžných aktiv
-	neúročené krátkodobé závazky

Schéma 1.3: Dopady úprav pro výpočet ukazatele EVA do pasiv

Dopady do pasiv	
<i>Vlastní kapitál</i>	
-	neoperativní aktiva
+	goodwill (v brutto hodnotě)
+	aktivované náklady s dlouhodobými účinky
+	tiché rezervy
±	případná úprava VH o náklady spojené s leasingem (kumulovaně)
+	kumulované neobvyklé ztráty
-	kumulované neobvyklé zisky
+	nákladové rezervy, které nemají charakter skutečných závazků
(-)	vlastní kapitál snížit o vlastní akcie
<i>Cizí kapitál</i>	
-	krátkodobé neúročené závazky (včetně pasivního časového rozlišení)
+	závazky z leasingu
-	nákladové rezervy, které nemají charakter skutečných závazků (vyřadí se z cizího kapitálu a přesunou se do vlastního kapitálu)

#### **1.4.2.2 Výpočet výsledku hospodaření z operativní činnosti - NOPAT**

Operativní provozní zisk po zdanění je výsledkem úprav účetního výkazu zisků a ztrát při výpočtu ukazatele EVA. Charakterizuje skutečnou výkonnost z hlavní podnikatelské činnosti podniku. Při výpočtu NOPAT musí být dosažena souměrnost mezi NOA a NOPAT, tzn. pokud jsou určité činnosti a jim odpovídající aktiva zařazena do NOA, musí být výnosy a náklady s nimi spojené začleněny do výpočtu NOPAT. Východiskem pro určení NOPAT může být výsledek hospodaření z běžné činnosti nebo provozní výsledek hospodaření. Při správném postupu výpočtu musí vést ke stejnému výsledku.

##### ***Vyloučení úrokových nákladů cizího kapitálu***

Z finančních nákladů je zapotřebí vyloučit placené úroky včetně implicitních úroků obsažených v leasingových splátkách a to tak, že se přičtou zpět k VH. Jinak by se ve výpočtu EVA mohly projevit dvakrát – jednou při snížení NOPAT, podruhé v nákladech kapitálu.

##### ***Vyloučení mimořádných položek***

Především z důvodů srovnatelnosti (mezipodnikové a časové) je třeba z provozních i finančních nákladů a výnosů vyloučit mimořádné položky. K těm patří např. *změny ve způsobu ocenění majetku, manka a škody a nároky na jejich náhradu, tvorba a zúčtování rezerv na mimořádné náklady*. Dále se doporučuje vyloučit mimořádné položky v nákladech a výnosech, které se svou výší nebudou opakovat a které schopnost podniku tvořit hodnotu zkreslují. Příkladem jsou náklady na restrukturalizaci, prodej dlouhodobého majetku, rozpouštění nevyužitých rezerv a mimořádné odpisy majetku.

##### ***Výnosy a náklady způsobující změny vlastního kapitálu***

Do hodnoty NOPAT se musí započítat vliv změn vlastního kapitálu, které se projeví při výpočtu NOA:

- Vliv *aktivace nákladů investiční povahy* (např. náklady na výzkum a vývoj). Tyto náklady je třeba vypustit a nahradit odpisem. Stewart doporučuje odepisovat aktivované náklady po dobu 5 let, pokud ji nelze určit přesněji (*Stewart 1991*).
- Pokud je odepisován *goodwill*, který má trvalou hodnotu, je nutné tyto odpisy přičíst zpět k výsledku hospodaření.
- Započítat případné *snížení nebo navýšení opravných položek na zásoby a pohledávky*.

- Vyloučit *tvorbu a čerpání tichých rezerv* s cílem ovlivnit výsledek hospodaření (neúměrně vysoké odpisy, nadměrná tvorba opravných položek).

### ***Vyloučení výnosů z neoperativního majetku***

Jde o určení, do jaké míry dlouhodobý a krátkodobý majetek slouží k základní podnikatelské činnosti a do jaké míry mají charakter ukládání peněz za účelem tvorby dlouhodobých rezerv a dosahování dalších výnosů z provozně nevyužitého kapitálu. Výnosy z neoperativních aktiv by měly být z výsledku hospodaření odečteny.

### ***Úprava daní***

Tato položka je velice důležitá, neboť NOPAT je operativní zisk po zdanění, a proto je třeba zjistit tzv. upravenou daň, která by byla placena z operativního zisku. Častým, ale nepřesným postupem je vynásobení NOPAT daňovou sazbou. Jde o zkreslený výsledek, protože v účetním výsledku hospodaření, ze kterého NOPAT vychází, může být řada výnosových a nákladových položek daňově neuznatelných. Přesnějším řešením je výpočet skutečné daňové sazby vydělením splatné daně účetním výsledkem hospodaření. Touto sazbou se pak vynásobí NOPAT. Pracnější, ale ještě přesnější výsledek lze získat, pokud se splatná daň sníží nebo zvýší o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se NOPAT liší oproti výsledku hospodaření z výsledovky.

Výše uvedené úpravy jsou shrnuty do následujících schémat (*Maříková P., Mařík M. 2005*).

Schéma 1.4: Úprava výsledku hospodaření z běžné činnosti

<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost (před daní)</b>	
+	nákladové úroky
-	výnosy z neoperativního majetku (např. finanční výnosy)
+	náklady na neoperativní majetek
+	odpisy goodwillu
+	původní náklady s investičním charakterem
-	odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů
+	leasingová platba (původní náklad na leasing)
-	odpisy majetku pronajatého na leasing
-	neobvyklé zisky
+	neobvyklé ztráty
•	eliminace rozpouštění a tvorby nákladových rezerv
•	eliminace zvýšení/snížení opravných položek u zásob a pohledávek
•	úprava daní na úroveň NOPAT
<b>NOPAT</b>	

Pro naše podmínky může být praktičtější vyjít z provozního výsledku hospodaření, který lépe vystihuje operativní činnost a je potřeba méně úprav.

Schéma 1.5: Úprava provozního výsledku hospodaření

<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	
-	provozní výnosy z neoperativního majetku
+	finanční výnosy z finančního majetku zahrnutého do NOA
+	provozní náklady na neoperativní majetek
+	odpisy goodwillu
+	původní náklady s investičním charakterem
-	odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů
+	leasingová platba (původní náklad na leasing)
-	odpisy majetku pronajatého na leasing
-	neobvyklé zisky
+	neobvyklé ztráty
•	eliminace rozpouštění a tvorby nákladových rezerv
•	eliminace zvýšení/snížení opravných položek u zásob a pohledávek
•	úprava daní na úroveň NOPAT
<b>NOPAT</b>	

### 1.4.2.3 Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu - WACC

Třetí hlavní složkou k výpočtu ekonomické přidané hodnoty je určení sazby nákladů kapitálu. Náklady na kapitál lze chápat ze dvou pohledů, z pohledu podniku a z pohledu investora. Z podnikového pohledu představují náklady kapitálu cenu kapitálu získaného pro další rozvoj činnosti. Z pohledu investora představují minimální požadovanou míru výnosnosti (vnitřní výnosové procento) kapitálu na takové úrovni, aby nedošlo k poklesu hodnoty bohatství pro investora. Při výpočtu ukazatele EVA plní sazba nákladů kapitálu dvě základní funkce: určuje minimální rentabilitu kapitálu a slouží jako základ stanovení diskontní míry budoucích EVA při oceňování.

Při kalkulaci EVA se vychází z průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC) odpovídajícím příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku, a tomu odpovídajícímu riziku. Nejde o skutečné příjmy, ale o náklady ušlé příležitosti. Vzorec pro výpočet WACC je (Maříková P., Mařík M. 2005):

$$\boxed{WACC = r_d \cdot (1-t) \cdot D/C + r_e \cdot E/C}. \quad (21)$$

Postup stanovení WACC obsahuje čtyři základní kroky:

- a) určení váhy jednotlivých složek kapitálu,
- b) určení nákladů na cizí kapitál,
- c) určení nákladů na vlastní kapitál,
- d) výpočet WACC.

#### a) Váhy jednotlivých složek kapitálu

Váhy kapitálu je žádoucí počítat z tržních hodnot (v naší oceňovací praxi se tato zásada prosazuje jen pozvolna). Při určení struktury kapitálu je možné použít současnou nebo cílovou strukturu kapitálu, respektive strukturu kapitálu obvyklou u srovnatelných podniků. U současné struktury kapitálu je potřeba zvážit její úpravu vzhledem k úpravě aktiv na NOA. Ve druhém případě se cílová struktura naplňuje jako stabilní pro celé plánovací období. Je však nežádoucí řídit politiku zadlužování či oddlužování jen na základě plánované struktury bez ohledu na podnikové potřeby financování. Stabilní struktura kapitálu je tedy těžko realizovatelná. Proto se častěji používá iterativních propočtů, kde se postupně sladí výchozí a propočtená kapitálová struktura.

## **b) Náklady cizího kapitálu - $r_d$**

Stanovení nákladů cizího kapitálu je poměrně jednoduché, neboť platby plynoucí z použití cizího kapitálu jsou většinou dohodnuty smluvně. Nákladem z úvěru je úrok, který je krácen o daňový štít (úroky jsou daňově uznatelným nákladem). Nákladem emise dluhopisů jsou kupónové platby a náklady na jejich vydání. Nákladem leasingu je implicitní úroková míra obsažená v leasingových splátkách (viz výše). V ekonomikách s rozvinutým kapitálovým trhem se náklady cizího kapitálu odvozují z tržních cen obligací. V našich podmínkách se určují náklady  $r_d$  z úrokových sazeb cizího kapitálu dle rizika a splatnosti.

## **c) Náklady vlastního kapitálu - $r_e$**

Oproti nákladům na cizí kapitál jsou náklady vlastního kapitálu vyšší a obtížněji se zjišťují. Důvodem jsou dvě skutečnosti. Riziko vlastníka vkládajícího prostředky do podniku je vyšší než riziko věřitele – vlastník vkládá prostředky na neomezenou dobu a jeho výnos není dopředu zaručen. Druhým důvodem je fakt, že nákladové úroky jsou daňově uznatelnými náklady. Akcionáři porovnávají své investice do podniku s investicí „jistou“, jako jsou např. vládní pokladniční poukázky. Náklady kapitálu se dají určit více způsoby, ale vždy za pomoci alternativní výnosové investice, kde se náklad vlastního kapitálu rovná součtu výnosů alternativní investice a rizikové přírážky.

Základní metody pro odhad nákladů vlastního kapitálu jsou:

- model oceňování kapitálových aktiv – CAPM (*Capital asset pricing model*),
- arbitrážní model oceňování – APM (*Arbitrage pricing model*),
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

Za základní model v anglosaských zemích je považován **model oceňování kapitálových aktiv CAPM**, který vystihuje vztah mezi symetrickým rizikem a požadovanou výnosností. Předpokladem tohoto modelu je dokonalý trh, dokonalé informace, nulové transakční náklady, stejné očekávání budoucnosti investorů a pominutí vlivu daní. Přesto je model CAPM světově uznávaným způsobem kalkulace nákladů vlastního kapitálu. Model CAPM je postaven na rozdělení rizika na systematické (vyplývá z celkového vývoje ekonomiky - neovlivnitelné) a jedinečné (vyplývá z aktivit investora - ovlivnitelné). Ve vztahu k odhadu očekávaného výnosu vlastního kapitálu je významné pouze systematické riziko.

Model CAPM – SML beta verze má následující propočet:

$$E(r_e) = r_f + \beta \cdot [E(r_m) - r_f], \quad (24)$$

kde  $E(r_e)$  je očekávaný výnos vlastního kapitálu, koeficient  $\beta$  určuje citlivost dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia (systematické tržní riziko),  $E(r_m)$  je očekávaný výnos tržního portfolia,  $r_f$  je bezriziková sazba,  $[E(r_m) - r_f]$  je riziková prémie kapitálového trhu odpovídající systematickému riziku.

Data potřebná pro propočet modelu lze získat buď z kapitálového trhu jako data historická, nebo se používají data obdobných podniků, či průměrná data za obor podnikání.

**Arbitrážní model oceňování APM** představuje další tržní přístup stanovení nákladů na vlastní kapitál. Oproti modelu CAPM jde o vícefaktorový model, neboť se bere v úvahu více rizikových faktorů. Ty mohou být makroekonomické (např. HDP, inflace) nebo i mikroekonomické (rentabilita, zadluženost, likvidita...). Základní podmínkou je nemožnost arbitráže. Model APM má tvar:

$$E(r_e) = r_f + \sum_j \beta_{ej} \cdot [E(r_j) - r_f], \quad (25)$$

kde  $\beta_{ej}$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j-tého faktoru,  $E(r_j)$  je očekávaný výnos j-tého faktoru.

**Dividendový model** se používá pro oceňování akcií, kdy tržní cena akcie je dána současnou hodnotou budoucích dividend z této akcie v jednotlivých letech. Za předpokladu nekonečné držby akcií a konstantní hodnoty dividend (DIV) lze určit tržní cenu akcie jako perpetuitu. Náklady vlastního kapitálu lze tedy určit takto:

$$r_e = DIV / \text{tržní cena akcie}. \quad (26)$$

V podmínkách nedokonalého kapitálového trhu a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky je velmi problematické použití metod opírajících se o kapitálový trh. Proto jsou navrhovány různé přístupy, které mají lépe reflektovat podmínky dané ekonomiky. Jednou z možností jsou **stavebnicové modely**, jejichž podstata je jednoduchá. Alternativní náklad vlastního kapitálu je dán součtem bezrizikové úrokové míry a rizikových premií. Rizikové prémie se neodvozují z kapitálového trhu, ale z podnikových účetních dat. V ČR existují dvě stavebnicové metody: stavebnicová metoda používaná Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR dle manželů Neumaierových a stavebnicová metoda profesora Maříka. Při výpočtu



alternativního nákladu na vlastní kapitál je nutné nejdříve vyjít ze vzorce, který abstrahuje od financování cizím kapitálem:

$$WACC_U = r_f + r_{LA} + r_{podnik} + r_{finstab}, \quad (27)$$

kde  $WACC_U$  jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy (nezávislé na kapitálové struktuře),  $r_f$  je bezriziková úroková míra,  $r_{LA}$  je riziková přírážka za velikost firmy,  $r_{podnik}$  je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko,  $r_{finstab}$  je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability.

- *Bezriziková úroková míra  $r_f$*

V podstatě neexistují aktiva, která by byla bezriziková. Pro zjištění bezrizikové úrokové míry  $r_f$  se používá výnosnost státních dluhopisů s takovou dobou splatnosti, která přibližuje životnost podnikových aktiv, u nás obvykle 10 let.

- *Riziková přírážka za velikost firmy  $r_{LA}$*

Tato přírážka se stanoví dle následující tabulky.

Tab. 1.1: Stanovení rizikové přírážky  $r_{LA}$

UZ > 3 mld. Kč	$r_{LA} = 0 \%$
UZ < 100 mil. Kč	$r_{LA} = 5 \%$
100 mil. Kč < UZ < 3 mld. Kč	$r_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - \text{UZ})^2 / 168,2$

- *Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko  $r_{podnik}$*

Je závislá na ukazateli EBIT / AKTIVA, který se porovnává s ukazatelem X1 vyjadřující nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem:

$$X1 = \frac{(VK + BU + O)}{A} \cdot \frac{\dot{U}}{BU + O}. \quad (28)$$

kde  $A$  jsou aktiva,  $VK$  je vlastní kapitál,  $BU + O$  jsou bankovní úvěry a obligace,  $\dot{U}$  jsou nákladové úroky.

Tab. 1.2: Stanovení rizikové přírážky  $r_{podnik}$

EBIT / A > X1	$r_{podnik} = 0 \%$
EBIT / A < 0	$r_{podnik} = 10 \%$
$0 \leq \text{EBIT} / A \leq X1$	$r_{podnik} = (X1 - \text{EBIT} / A)^2 / (10 \cdot X1^2)$

- *Riziková přírážka finanční stability na bázi likvidity  $r_{finstab}$*

Vychází se z ukazatele celkové likvidity OA / krátkodobé závazky.

Tab. 1.3: Stanovení rizikové přírážky  $r_{finstab}$

Celková likvidita > XL	$r_{finstab} = 0 \%$
Celková likvidita < 1	$r_{finstab} = 10 \%$
$1 < \text{celková likvidita} < XL$	$r_{finstab} = (XL - \text{celková likvidita})^2 / 10 \cdot (XL - 1)^2$

Kde XL = 1,25 nebo průměr průmyslu, je-li větší než 1,25.

Takto vypočítané  $WACC_U$  se dosadí do následujícího vzorce pro výpočet nákladů vlastního kapitálu, které zahrnují také vliv finanční struktury ( $r_{finstr} = r_e - WACC_U$ ):

$$r_e = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - (1-t) \cdot \frac{\dot{U}}{BU+O} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (29)$$

kde UZ jsou úplatné zdroje (bankovní úvěry, obligace, vlastní kapitál),  $WACC_U$  je vážený průměr nákladů na kapitál propočtený z předchozího vzorce, t je daňová sazba.

Nyní lze náklady vlastního kapitálu vypočítat také jako součet bezrizikové úrokové míry a jednotlivých rizikových přírážek:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnik} + r_{finstab} + r_{finstr}. \quad (30)$$

#### d) Průměrné vážené náklady na kapitál - WACC

Nakonec se průměrné vážené náklady na kapitál vypočítají podle vztahu (21).

Při závěrečném vyhodnocení ukazatele podle MPO jsou podniky roztrženy do 4 kategorií porovnáním ROE a  $r_e$ .

- I. kategorie: podniky, které tvoří ekonomickou přidanou hodnotu, tzn. rentabilita vlastního kapitálu (ROE) je větší než alternativní náklad na vlastní kapitál ( $r_e$ );
- II. kategorie: podniky, které netvoří ekonomickou přidanou hodnotu, ale jejich ROE je větší než výnosnost bezrizikového aktiva ( $r_f$ );
- III. kategorie: podniky s kladnou rentabilitou vlastního kapitálu (ROE), ale menší než výnos bezrizikového aktiva ( $r_f$ );
- IV. kategorie: ztrátové podniky, jejichž ROE je menší než 0, a podniky se záporným vlastním kapitálem.

### 1.4.3 Výhody a nedostatky EVA

Přestože se ukazatel EVA stává jedním z klíčových ukazatelů nejen pro měření finanční výkonnosti podniku, má jako i jiné ukazatele své silné a slabé stránky. Jeho předností je, že se snaží sjednotit myšlení vlastníků a manažerů. Hlavní výhodou je kombinace výsledku hospodaření s rizikem, které je s dosažením tohoto výsledku spojeno. Další výhodou je vysoká korelace s cenami akcií. Hodnota ukazatele EVA se pohybuje stejným směrem jako ceny akcií, takže na základě tohoto ukazatele lze rozhodnout, zda investovat nebo ne.

Nevýhody spojené s výpočtem ekonomické přidané hodnoty souvisí především s absencí standardizovaného postupu úprav vstupních účetních údajů na ekonomický model. Tím je do konceptu vnesen prvek subjektivního hodnocení analytika. Dalším problémem je, že samotný výpočet ukazatele EVA je založen na datech z účetních výkazů, přestože se snaží překonat tradiční problémy účetnictví. Nevýhodou je také skutečnost, že se jedná o absolutní ukazatel, který je ovlivněn velikostí podniku.

EVA je považována za nástroj řízení podniku, které je zaměřeno na tvorbu a zvyšování jeho tržní hodnoty. Je třeba si uvědomit, že zvyšování EVA nemusí nutně vést ke zvýšení hodnoty podniku. Snížení hodnoty podniku při současném zvýšení EVA může nastat např.:

- pokud zvýšení EVA v současné době bylo dosaženo na úkor budoucích nadzisků,
- pokud je zvýšena EVA, ale při rostoucích nákladech kapitálu – např. v důsledku rostoucího rizika. Při přepočtu budoucích EVA na současnou hodnotu pak může dojít ke snížení současné hodnoty budoucích EVA a tím hodnoty podniku,
- pokud je nedostatečná obnova majetku, který je stále více odepsaný, a v důsledku toho je v provozu vázáno méně kapitálu. EVA poroste, ale výkonnost podniku může ve skutečnosti klesat.

Z uvedeného plyne, že se při hodnocení podniku nelze omezit jen na hodnotu EVA v současné době, ale je třeba stále prognózovat i její budoucí vývoj.

### 1.4.4 Pyramidový rozklad ukazatele EVA

Při hodnocení finanční výkonnosti často nestačí jen zjistit hodnotu určitého komplexního ukazatele. Pro řízení výkonnosti podniku je potřeba nástroje, který by zachytil souvislosti toho, co se v podniku děje. Pro identifikaci faktorů ovlivňující výkonnost podniku lze účinně využít pyramidových soustav ukazatelů. Jejich smyslem je postupný rozklad vrcholového ukazatele na dílčí, sloužící k identifikaci a ke kvantifikaci vlivu. Lze zkoumat dvě změny:

a) absolutní:  $\Delta X = X_1 - X_0$ ,

b) relativní:  $\Delta X = (X_1 - X_0) / X_0$ ,

kde  $\Delta X$  je změna analyzovaného ukazatele,  $X_1$  je ukazatel v čase 1 a  $X_0$  je ukazatel v čase 0.

Znalost vazeb, tj. příčinné souvislosti mezi ukazateli, zprostředkovává použití speciálních metod. V pyramidových soustavách se vyskytují dvě základní vazby:

- aditivní vazba, pokud:  $X = a + b + c + \dots + n$ ,
- multiplikativní vazba, pokud:  $X = a \cdot b \cdot c \cdot \dots \cdot n$ .

Rozlišují se čtyři metody multiplikativní vazby: metoda postupných změn, metoda rozkladu se zbytkem, logaritmická metoda rozkladu a funkcionální metoda. Ať je použita jakákoli vazba, je změna analyzovaného ukazatele vyjádřena jako součet vlivů dílčích ukazatelů. Pro výpočet vlivů jednotlivých ukazatelů na ukazatel EVA, mezi nimiž je multiplikativní vazba, se použije funkcionální metoda. Tu lze použít i v případě záporných indexů a není citlivá na pořadí činitelů při výpočtu.

Vyčíslení vlivů pro **aditivní vazbu** je obecně platné a celková změna je rozdělena podle poměru změny ukazatele na celkové změně ukazatelů: 
$$\Delta X_{ai} = \frac{\Delta a_i}{\sum_i \Delta a_i} \cdot \Delta y_x, \quad (31)$$

kde  $X$  je analyzovaný ukazatel,  $a_i$  je dílčí vysvětlující ukazatel,  $\Delta a_i$  je změna dílčího ukazatele,  $\Delta X_{ai}$  je vliv dílčího ukazatele  $a_i$  na analyzovaný ukazatel  $X$ ,  $\Delta y_x$  je přírůstek vlivu ukazatele  $X$ .

**Funkcionální metoda** přiřazuje změnu syntetického ukazatele  $\Delta X$  k jednotlivým analytickým ukazatelům dělením. Pro součin dvou dílčích ukazatelů platí:

$$\Delta X = \Delta X_a + \Delta X_b, \quad (32)$$

$$\Delta X_a = \frac{1}{R_x} \cdot R_a \cdot \left(1 + \frac{1}{2} R_b\right) \cdot \Delta y_x, \quad \Delta X_b = \frac{1}{R_x} \cdot R_b \cdot \left(1 + \frac{1}{2} R_a\right) \cdot \Delta y_x,$$

kde  $R$  značí diskrétní výnos.

V případě součinné vazby mezi dílčími ukazateli se diskretní výnos vypočte jako:

$$R_a = \frac{a_1}{a_0} - 1 \quad (33)$$

a v případě podílové vazby se diskretní výnos ukazatele ve jmenovateli určí jako:

$$R_b = \frac{b_0}{b_1} - 1 \quad (34)$$

Pro součin tří dílčích ukazatelů platí:

$$\Delta X = \Delta X_a + \Delta X_b + \Delta X_c, \quad (35)$$

$$\Delta X_a = \frac{1}{R_x} \cdot R_a \cdot \left(1 + \frac{1}{2} R_b + \frac{1}{2} R_c + \frac{1}{3} R_b R_c\right) \cdot \Delta y_x,$$

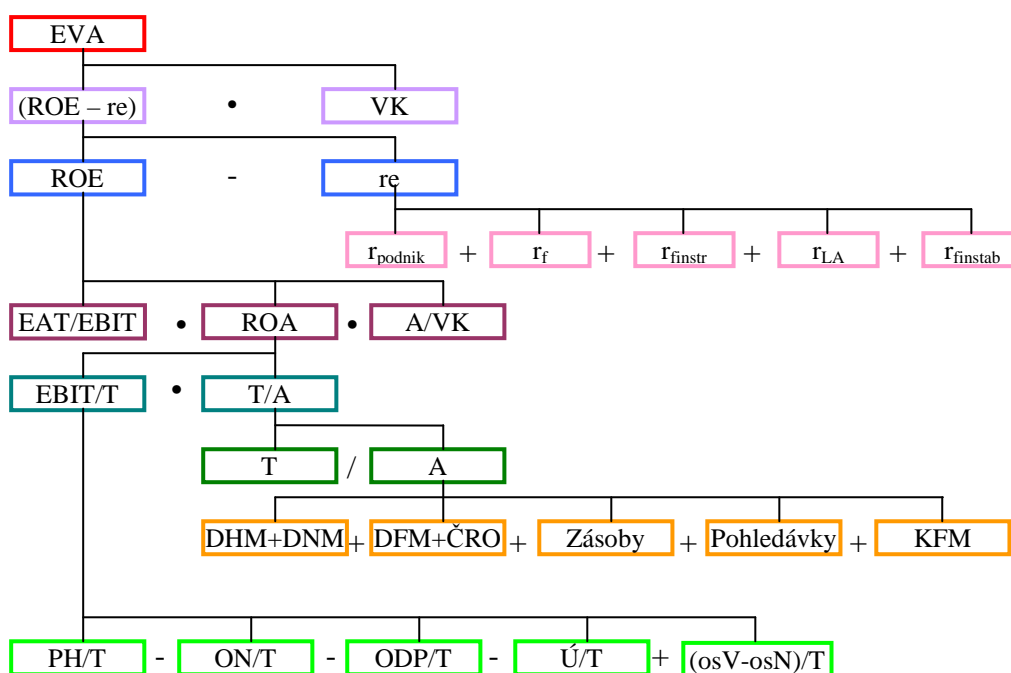
$$\Delta X_b = \frac{1}{R_x} \cdot R_b \cdot \left(1 + \frac{1}{2} R_a + \frac{1}{2} R_c + \frac{1}{3} R_a R_c\right) \cdot \Delta y_x,$$

$$\Delta X_c = \frac{1}{R_x} \cdot R_c \cdot \left(1 + \frac{1}{2} R_a + \frac{1}{2} R_b + \frac{1}{3} R_a R_b\right) \cdot \Delta y_x.$$

Vzorce pro případ součinu více ukazatelů nejsou k této práci potřebné.

Následující schéma zobrazuje pyramidální rozklad ukazatele EVA equity na základě vzorce  $EVA (equity) = (ROE - r_e) \cdot E$ . Východiskem pro jeho konstrukci je rozklad prováděný MPO sestrojený manželi Neumaierovými, ostatní dílčí ukazatele jsou zvoleny dle potřeb.

Schéma 1.6: Pyramidový rozklad ukazatele EVA-equity



## 2 APLIKACE VYBRANÝCH METOD HODNOCENÍ U KONKRÉTNÍHO PODNIKU

Tato kapitola je zaměřena na posouzení finanční výkonnosti zvoleného podniku v letech 2002 až 2006.

### 2.1 Základní charakteristika podniku

Obchodní název:	AL INVEST Břidličná, a.s.
Datum založení:	1.12. 2001
Sídlo:	Bruntálská 167, 793 51 Břidličná
Hlavní předmět podnikání:	Výroba válcovaných polotovarů z hliníku a jeho slitin Výroba obalových materiálů
Základní kapitál:	265 000 000 Kč

#### Historie a stručný profil společnosti

Společnost AL INVEST Břidličná, a.s. má dlouholetou tradici, téměř 80 let.

Nejvýznamnější milníky v historii společnosti AL INVEST Břidličná, a.s.

- **1930** firma Franke a Scholz - výroba cínového a olověného zboží
- **1933** zahájení výroby hliníkových a duralových plechů pro letectví
- **1946** zřízeny Moravské válcovny kovů, jehož součástí se stala firma Franke a Scholz
- **1949** přejmenování společnosti na Kovohutě Břidličná, n.p.
- **1954** zahájení výroby spotřebního zboží z hliníkových fólií
- **1972** výstavba komplexu kontilit hliníkových pásů, válcovny a zušlechťovny
- **1994** v rámci kupónové privatizace vznik akciové společnosti Kovohutě Břidličná, a.s.
- **1999** vznik dceřiné společnosti Hutní závody Břidličná, a.s.
- **2001** změna majitele společnosti (KARBON INVEST, a.s.) - vznik AL INVEST Břidličná, a.s.
- **2005** změna majitele společnosti SI Corporate Finance, a.s.
- **2006** fúze AL INVEST Břidličná, a.s. a jejího jediného akcionáře AIB CZ, a.s.

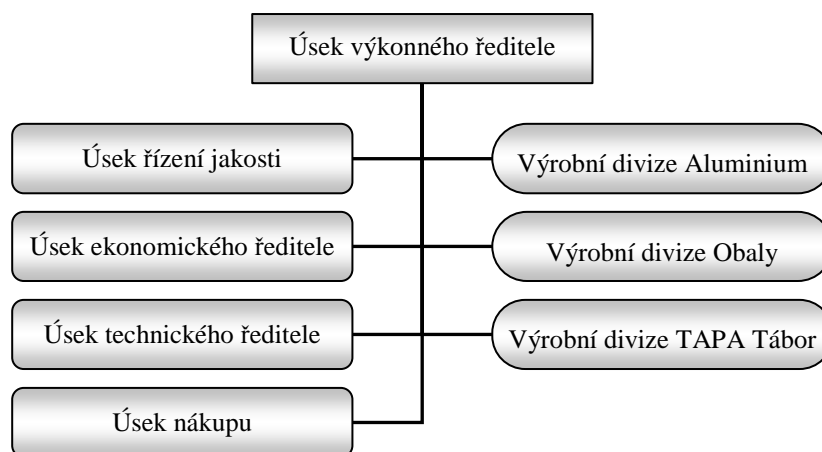
Společnost AL INVEST Břidličná, a.s. je jediným českým výrobcem válcovaných polotovarů z hliníku a nejvýznamnějším tuzemským producentem flexibilních obalových materiálů.

Výrobky mají široké využití, zejména pro stavebnictví, strojírenství a automobilový průmysl, ale používají se také v potravinářském, farmaceutickém a tabákovém průmyslu. Předmětem podnikání dle Stanov společnosti AL INVEST Břidličná, a.s. je zejména:

- výroba a hutní zpracování neželezných kovů a jejich slitin,
- slévárenství,
- výroba vlákniny, papíru a lepenky a zboží z těchto materiálů,
- velkoobchod, zprostředkování obchodu a služeb,
- polygrafická výroba,
- podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady,
- kovoobráběčství,
- zpracování dat, služby databank, správa sítí.

Vstup do EU nezpůsobil žádné výrazné změny ve výnosech, ale ovlivnil výši nákladů, neboť dodávky hliníku z Ruska jsou zatíženy 6% dovozním clem. Společnost své výrobky orientuje také na export, především do zemí střední a východní Evropy. V současnosti je podíl exportu na celkovém obratu asi 60%; vývoj devizových kurzů zahraničních měn tak výrazně ovlivňuje situaci podniku.

Schéma 2.1: Organizační struktura společnosti AL INVEST Břidličná, a.s.



*Pramen: Podnikové podklady platné k 1.2.2008, upraveno.*

Úspěch společnosti a vysoká kvalita produktů odráží řada prestižních ocenění. Téměř každý rok zaujímá prvenství v národní soutěži Obal roku. Připojila se k podpoře projektu Recyklace nápojových plechovek, který byl založen Evropskou hliníkovou asociací. Do problematiky ochrany životního prostředí se zasazuje nad rámec stanoveným zákonem. Na komplexní řešení a zlepšování životního prostředí vynakládá značné finanční prostředky. Společnost AL INVEST Břidličná, a.s. patří mezi nejlepší zaměstnavatele Moravskoslezského kraje.

## Základní ekonomické parametry

Následující tabulka zobrazuje vývoj základního kapitálu, tržeb a jednotlivých zisků potřebných pro výpočet ukazatele EVA.

Tab. 2.1: Základní ekonomické parametry (v tis. Kč)

	2002	2003	2004	2005	2006
<i>Základní kapitál</i>	1 000	701 000	701 000	701 000	265 000
<i>Tržby</i>	3 390 649	3 474 406	3 893 943	3 993 866	4 439 281
<i>EBIT</i>	99 282	205 921	249 251	170 385	171 313
<i>EAT</i>	16 123	130 123	162 254	96 850	74 140

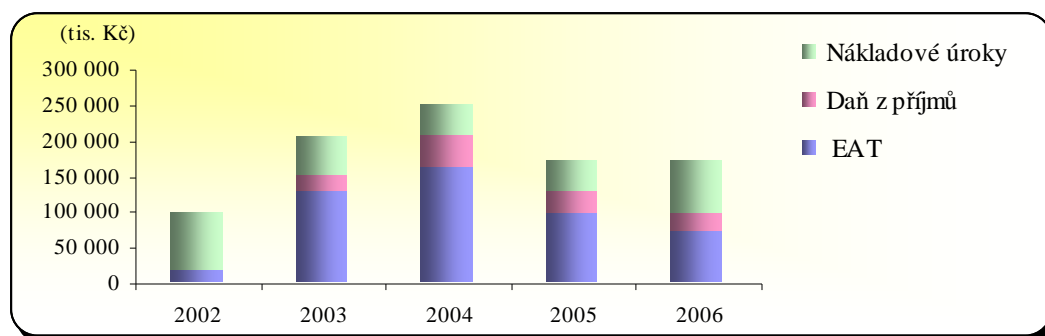
Pramen: Účetní výkazy společnosti 2002 – 2006.

V závěru roku 2003 došlo po přijetí střednědobé strategie rozvoje společnosti k výraznému navýšení základního kapitálu z 1 mil. Kč na 701 mil. Kč. Na konci roku 2006 došlo vlivem změny akcionářské struktury ke snížení základního kapitálu na 265 mil. Kč. Tyto skutečnosti mohou mít velký vliv na některé ukazatele.

Hlavním příjmem společnosti jsou tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Ve sledovaném období je viditelný rostoucí trend těchto tržeb, který v roce 2006 překonal hranici 4 mld. Kč. K nejvyššímu nárůstu tržeb došlo v roce 2004 a to o více než 12% oproti roku 2003.

V průběhu let 2002 až 2006 bylo vždy dosaženo kladného zisku. Podnik tedy nemá problémy se ztrátovostí. Nejnižšího zisku bylo dosaženo v prvním roce hospodaření a to především díky vysokým nákladovým úrokům a nižší přidané hodnotě, což je příznačné pro začátek podnikání. V dalších letech byl zisk zhruba dvojnásobný, což potvrzuje správný směr vývoje společnosti a plnění stanovených plánů.

Graf 2.1: Rozdělení EBIT





## Zaměstnanci

Společnost AL INVEST Břidličná, a.s. má v současnosti 1 160 zaměstnanců. Od vzniku společnosti nedocházelo k významným změnám ve vývoji počtu zaměstnanců a mzdových nákladech, což vypovídá o stabilitě v podniku a o přiměřeném růstu nákladů na personál. Mírný pokles průměrného stavu zaměstnanců je způsoben především nedostatkem hutníků na trhu práce.

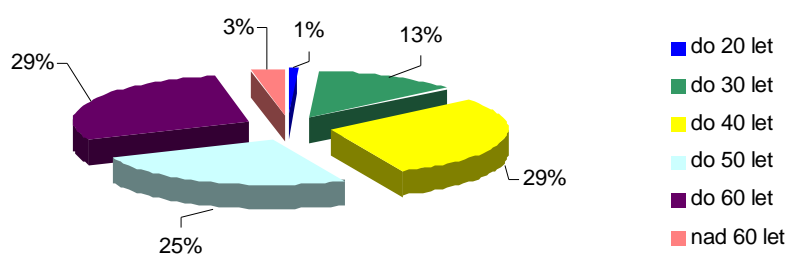
Tab. 2.2: Počet zaměstnanců a mzdové náklady

	2002	2003	2004	2005	2006
<i>Průměrný počet zaměstnanců</i>	1343	1259	1297	1268	1180
<i>Mzdové náklady (v tis. Kč)</i>	277 962	285 820	310 669	290 728	275 321
<i>Průměrné náklady na zaměstnance (v tis. Kč)</i>	207	227	240	229	233

*Pramen: Podnikové podklady, upraveno.*

Společnost zabezpečuje rozvoj vzdělávání profesních skupin středního a vrcholového managementu, což znamená pozitivní posun kvalifikace zejména v oblasti zvyšování jakosti výroby a manažerských znalostí. Stala se finančním a odborným garantem procesu směřujícího k zajištění nové generace odborníků v oblasti válcování a tváření kovů, a to především tím, že ve školním roce 2006/2007 otevřela ve spolupráci se Střední školou Rýmařov, p.o. svého druhu jediný obor Hutník barevných kovů v České republice. Věkovou strukturu zaměstnanců k 31.12.2007 zachycuje následující graf.

Graf 2.2: Věková struktura zaměstnanců k 31.12.2007



*Pramen: Podnikové podklady, upraveno.*

## 2.2 Vstupní údaje a výběr metody

Společnost zahájila činnost k 1.12.2001 a přepočet na roční hodnoty by byl zavádějící, proto je analýza provedena až od roku 2002. Hlavními zdroji pro zhodnocení finanční výkonnosti podniku jsou data čerpána z výročních zpráv společnosti AL INVEST Břidličná, a.s. v časovém rozmezí 2002 – 2006, které jsou veřejně přístupné. Pro výpočet ukazatele EVA jsou poskytnuta další potřebná interní data.

K analýze jsou použity vybrané metody elementární analýzy a nových hodnotových kritérií. Z poměrových ukazatelů jsou vybrány ty, které se jeví jako nejvýznamnější a charakterizují situaci podniku. Ukazatele kapitálového trhu jsou opomenuty z důvodu neobchodovatelnosti akcií na trhu. Z bonitních a bankrotních modelů jsou hodnoceny pouze indexy IN, které mají v podmínkách české ekonomiky nejvyšší vypovídací schopnost. Hlavní náplní práce je propočet ekonomické přidané hodnoty pomocí různých metodik. Následně je proveden pyramidový rozklad ukazatele EVA equity.

## 2.3 Analýza poměrových ukazatelů

V této kapitole jsou zhodnoceny vybrané ukazatele rentability, aktivity, likvidity a zadluženosti za období 2002 až 2006.

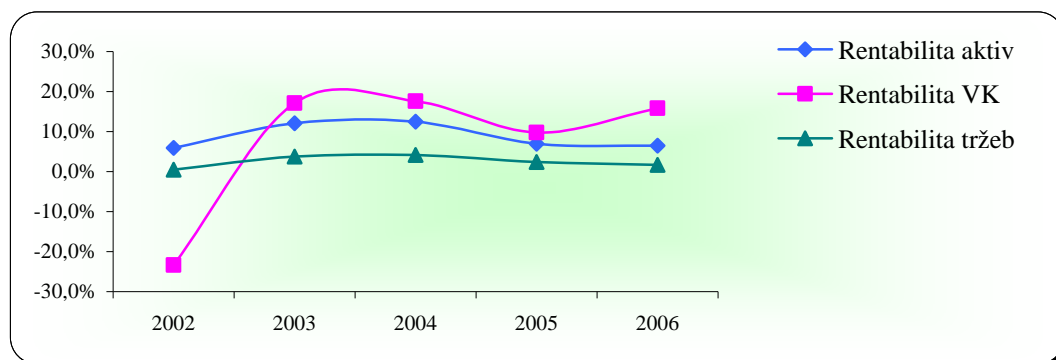
### Ukazatele rentability

Ukazatele rentability úzce souvisí s dosaženým ziskem, což je zřetelné při porovnání dosažených hodnot výsledku hospodaření v tabulce č. 4. Rentabilita celkového kapitálu (ROA) byla ve všech sledovaných letech kladná, tzn. došlo ke zhodnocení vloženého kapitálu. Do roku 2004 má ROA rostoucí trend, což je pro firmu velice pozitivní. Pokles rentability majetku v roce 2005 a 2006 je způsoben uvedením rozsáhlých investic do provozu, s jejichž přínosem do výsledku hospodaření se počítá až v dalších letech. I přes značné navýšení základního kapitálu v roce 2003 došlo k růstu rentability vlastního kapitálu o více než 40 p.b. a to zejména dosažením dvojnásobně vyššího zisku. Kromě roku 2002 dosahuje ROE vyšší hodnotu než je obvyklá výnosová míra bezrizikové investice (asi 10%), což je pro investory výhodné. Kromě počátečního roku je splněna podmínka  $ROE > ROA$ , takže je pro investory výhodné využívat cizí kapitál. Rentabilita tržeb (ROS) charakterizuje tržní úspěšnost firmy. Ukazatel nedosahuje příliš velkých hodnot. Nejhorší hodnotu vykazuje rok 2002, kdy na 100 Kč tržeb připadá jen 0,5 Kč zisku. Podrobný výpočet viz příloha č. 3.

Tab. 2.3: Ukazatele rentability

	2002	2003	2004	2005	2006
ROA	5,9%	12,1%	12,5%	7,0%	6,5%
ROE	-23,4%	17,1%	17,6%	9,8%	15,8%
ROS	0,5%	3,7%	4,2%	2,4%	1,7%

Graf 2.3: Vývoj ukazatelů rentability



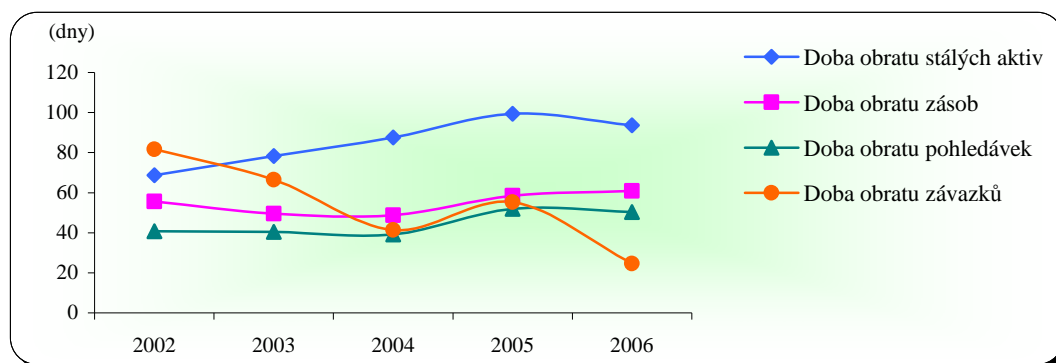
## Ukazatele aktivity

Doba obratu stálých aktiv vykazuje rostoucí trend i přes každoroční zvyšování tržeb. Příčinou je především rozsáhlá obnova stávajících aktiv. Příznivější vývoj zaznamenal ukazatel doby obratu zásob, kdy se jeho hodnota do roku 2004 snižovala, i když následně došlo k jejímu opětovnému zvýšení. To je důsledkem větší změny zásob oproti změně tržeb. Při výpočtu doby obratu pohledávek jsou brány v úvahu pouze krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů, které jsou snadněji ovlivnitelné a jejich dobu obratu lze porovnat s dobou obratu krátkodobých závazků z obchodních vztahů. V průběhu sledovaného období se hodnota tohoto ukazatele mírně zvýšila, ze 41 dnů v roce 2002 na 50 dnů v roce 2006. Stále je to však dobrá hodnota (doporučuje se 70 dnů a méně). Doba obratu závazků by měla být vyvážená s dobou obratu pohledávek. Opět byly použity pouze krátkodobé závazky z obchodních vztahů. Z tabulky je patrné, že tohoto doporučení bylo dosaženo pouze v roce 2004 a 2005. Prudké snižování doby obratu závazků se může zdát jako negativní, ale společnost pouze cíleně zkracuje dodavatelský úvěr, ze kterého platí úroky. Podrobný výpočet viz příloha č. 4.

Tab. 2.4: Ukazatele aktivity (ve dnech)

	2002	2003	2004	2005	2006
Doba obratu stálých aktiv	69	78	88	99	94
Doba obratu zásob	56	49	49	59	61
Doba obratu pohledávek	41	40	39	52	50
Doba obratu závazků	82	67	41	55	25

Graf 2.4: Vývoj ukazatelů aktivity



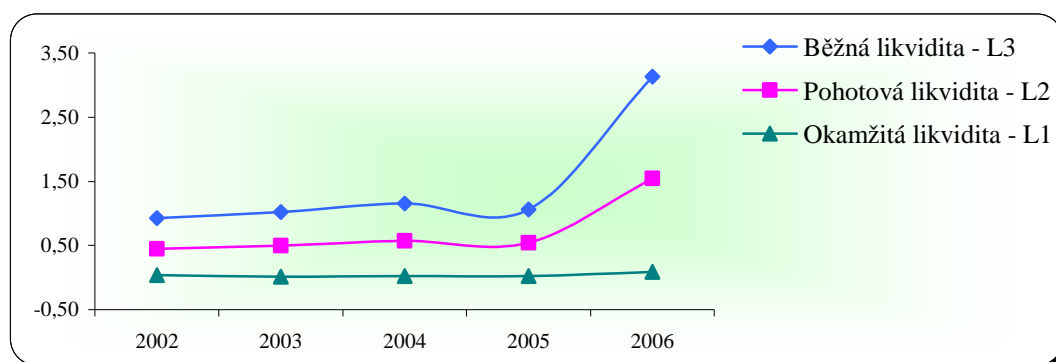
## Ukazatele likvidity

Platební schopnost podniku je výrazně ovlivňována skladbou a časovým rozložením příjmů a výdajů. Ukazatele likvidity mají pouze orientační vypovídací schopnost, neboť data potřebná pro výpočet jsou získána ze stavů na konci roku. Nejlepších hodnot u všech ukazatelů bylo dosaženo v 2006 zejména díky razantnímu snížení krátkodobých bankovních úvěrů. Postačující hodnota pro běžnou likviditu je 1,5, které je dosaženo až v roce 2006. Pro budoucí solventnost firmy je optimální, pokud hodnota L3 je alespoň 2,5. Pouze rok 2006 s hodnotou 3,13 splňuje toto doporučení. Pro hodnotu pohotové likvidity se doporučuje rozmezí 1 až 1,5. Společnost kromě roku 2006 dosahovala asi polovinu minimální výše, což poukazuje na vysoké hodnoty zásob. Hodnoty okamžité likvidity byly ve všech letech velmi nízké (doporučuje se v rozmezí 0,2 – 0,5). Nedostatkem tohoto ukazatele je skutečnost, že je odvozován z údajů stanovených k určitému dni, ale peněžní prostředky se denně mění. Přestože ukazatel okamžité likvidity signalizuje nesolventnost, podnik za celou dobu své existence platí své závazky včas a operativně řídí peněžní tok tak, aby k žádným výpadkům v solventnosti nedocházelo. Podrobný výpočet viz příloha č. 5.

Tab. 2.5: Ukazatele likvidity

	2002	2003	2004	2005	2006
Běžná likvidita - L3	0,92	1,02	1,15	1,06	3,13
Pohotová likvidita - L2	0,45	0,50	0,57	0,54	1,55
Okamžitá likvidita - L1	0,04	0,01	0,02	0,02	0,09

Graf 2.5: Vývoj ukazatelů likvidity



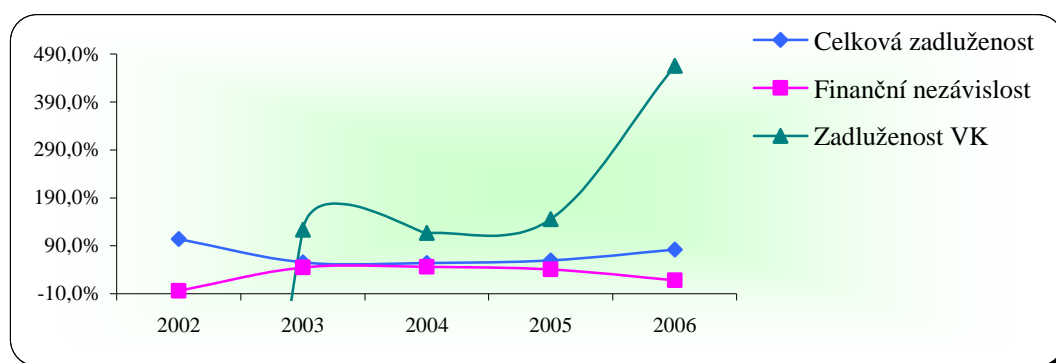
## Ukazatele zadluženosti

Pro porovnání ukazatele zadluženosti je důležitý jeho vývoj v čase. V letech 2002 a 2003 byla činnost podniku financována především cizími zdroji, mezi které patřily hlavně dlouhodobé finanční výpomoci od podniků ve skupině. To mělo nepříznivý vliv na ukazatele zadluženosti. Zadluženost více než 100% v roce 2002 byla způsobena záporným vlastním kapitálem. V roce 2003 došlo k navýšení základního kapitálu a snížení dosavadních dlouhodobých závazků, což se velice pozitivně promítlo do zadluženosti firmy. V letech 2003 až 2005 dosahovala společnost doporučených hodnot jak u celkové zadluženosti (méně než 60%), tak i u finanční nezávislosti (40% - 50%). Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu by se měl pohybovat do 100%. Tuto podmínku ve sledovaném období podnik nesplňuje a vlastní kapitál se tak jeví jako předlužený. Vysokou zadluženost vlastního kapitálu v roce 2006 zapříčinilo zejména snížení základního kapitálu. Ukazatel úrokového krytí vyjadřuje, že společnost dosahuje násobně vyššího zisku, než je její úroková povinnost. Doporučené krytí úroků ziskem 3x je splněno v letech 2003, 2004 a 2005. Podrobný výpočet viz příloha č. 6.

Tab. 2.6: Ukazatele zadluženosti

	2002	2003	2004	2005	2006
Celková zadluženost	104,1%	55,3%	53,8%	59,3%	82,3%
Finanční nezávislost	-4,1%	44,7%	46,2%	40,7%	17,7%
Zadluženost VK	-2538,1%	123,6%	116,5%	145,6%	465,5%
Úrokové krytí	1,2	3,7	6,1	4,1	2,4

Graf 2.6: Vývoj ukazatelů zadluženosti



## 2.4 Analýza soustav ukazatelů

Z bankrotních a bonitních modelů jsou vybrány pouze indexy IN sestavené Inkou Neumaierovou a Ivanem Neumaierem pro podmínky ČR.

Společnost AL INVEST Břidličná, a.s. spadá do odvětví OKEČ – Výroba základních kovů a hutních výrobků, kterému odpovídají tyto váhy ukazatelů pro výpočet indexu IN95:  $V1=0,24$ ,  $V2=0,11$ ,  $V3=10,55$ ,  $V4=0,46$ ,  $V5=0,10$  a  $V6=9,74$ . Podrobný výpočet všech ukazatelů je znázorněn v příloze č. 7.

Podnik je schopný bezproblémově platit své závazky, pokud hodnota indexu IN95 je větší než 2. Tato hodnota je ve všech hodnocených letech překročena, což vypovídá o dobrém finančním zdraví a stabilitě podniku. Nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2004 a to zejména díky vysokému úrokovému krytí.

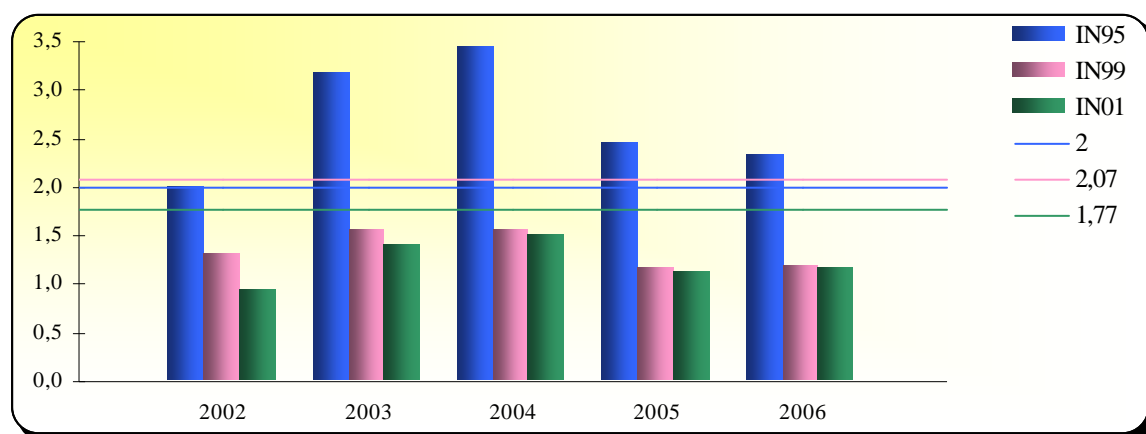
Oproti bankrotnímu indexu IN95 je IN99 spíše bonitní a zohledňuje pohled vlastníka. Měl by korelovat s tvorbou ekonomické přidané hodnoty a doporučená hodnota je alespoň 2,07. Podnik ve všech sledovaných letech spadá do tzv. šedé zóny, neboť hodnoty indexu IN99 se nacházejí v rozmezí 0,684 až 2,07. V roce 2003 a 2004 podnik na tom není až tak špatně a spíše tvoří hodnotu. Ve zbývajících letech je situace nerozhodná a nelze jednoznačně říci, jestli dochází k tvorbě nebo úbytku hodnoty podniku. V pásmu 1,089 – 1,420 má firma své přednosti ale i výraznější problémy. Do jaké míry je tento ukazatel úspěšný ve vztahu s tvorbou hodnoty bude porovnáno po vypočtení ukazatele EVA.

Model IN01 propojuje oba předchozí modely, je tedy modelem bonitně-bankrotním. Obdobně jako u IN99 vykazuje index IN01 hodnoty nižší než doporučených 1,77 a spadá do šedé zóny. Nejlepší hodnotu opět vykazuje rok 2004 díky vysokému úrokovému krytí. V posledním roce se hodnota IN99 i IN01 zvýšila díky vysokému nárůstu celkové likvidity.

Tab. 2.7: Indexy IN

	2002	2003	2004	2005	2006
IN95	2,01	3,16	3,45	2,45	2,32
IN99	1,29	1,55	1,54	1,15	1,18
IN01	0,93	1,39	1,51	1,12	1,16

Graf 2.7: IN indexy a jejich doporučené hodnoty





## 2.5 Analýza výkonnosti pomocí metody EVA

Tato kapitola je zaměřena na analýzu vybraného podniku metodou EVA. V roce 2002 dosáhla společnost záporného vlastního kapitálu, nelze tedy stanovit náklady na vlastní kapitál. Z toho důvodu je analýza výkonnosti podniku pomocí metody EVA provedena pouze v letech 2003 až 2006. Pro výpočet jsou použity dva základní přístupy výpočtu – nejdříve je proveden výpočet na bázi hodnotového rozpětí (Value Spread), kterým se získá hodnota *EVA equity*, tzv. účetní model. Poté je vypočtena hodnota *EVA entity* metodou Capital Charge, tzv. ekonomický model, který je na úpravy mnohem náročnější. Pro výpočet obou modelů je základem určení nákladů vlastního kapitálu, kterým se zabývá následující kapitola.

### 2.5.1 Výpočet nákladů vlastního kapitálu $r_e$

Česká republika se vyznačuje kapitálovým trhem, který není dostatečně likvidní a alokačně efektivní. Proto je pro výpočet nákladů vlastního kapitálu použit stavebnicový model, který představuje součet bezrizikové úrokové sazby a rizikových přírážek.

Podnik má některé krátkodobé závazky z obchodních vztahů úročeny (KZÚ). Úroky z těchto závazků se podílí velkou měrou na celkovém objemu nákladových úroků, proto musí být zahrnuty do úplatných zdrojů. Obligace jsou ve všech letech nulové. Úplatné zdroje jsou tedy určeny jako:  $UZ = VK + BU + KZÚ$ .

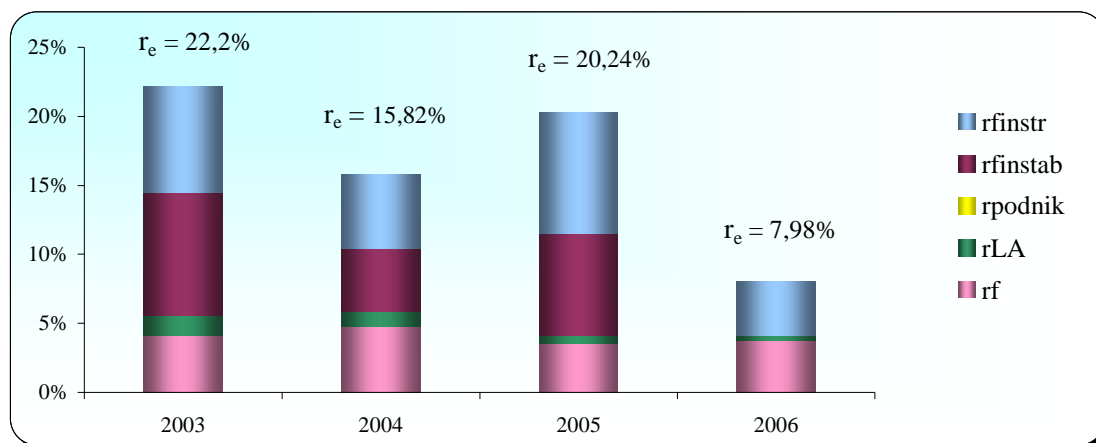
Při výpočtu  $r_e$  se vychází ze vzorce (30): 
$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnik} + r_{finstab} + r_{finstr.}$$

Bezriziková úroková míra je určena dle MPO. Riziková přírážka za velikost firmy  $r_{LA}$  každým rokem klesala díky rostoucím úplatným zdrojům. Na jejich růst měl vliv rostoucí vlastní kapitál do roku 2005 a především rostoucí bankovní úvěry, jejichž nárůst v roce 2006 násobně převýšil pokles vlastního kapitálu. Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko  $r_{podnik}$  byla v každém roce nulová, což je pozitivní pro věřitele. Riziková přírážka finanční stability  $r_{finstab}$  je ovlivněna celkovou likviditou. Pouze v roce 2006 dosahovala celková likvidita společnosti vyšší hodnoty než je průměr průmyslu, proto byla tato přírážka nulová. Finanční riziko dáno vlivem finanční struktury podniku charakterizuje riziková přírážka  $r_{finstr.}$ , která má kolísavý průběh. Náklady vlastního kapitálu mají kolísavou a spíše klesající tendenci, na které se nejvíce podílí vliv finanční struktury. Podrobný výpočet jednotlivých přírážek a nákladů vlastního kapitálu je uveden v příloze č. 8.

Tab. 2.8: Přehled rizikových sazeb a výpočet  $r_e$

	2003	2004	2005	2006
$r_f$	4,12%	4,80%	3,53%	3,77%
$r_{LA}$	1,47%	1,04%	0,58%	0,33%
$r_{podnik}$	0%	0%	0%	0%
$r_{finstab}$	8,91%	4,59%	7,40%	0%
$r_{finstr}$	7,71%	5,39%	8,74%	3,89%
<b><math>r_e</math></b>	<b>22,20%</b>	<b>15,82%</b>	<b>20,24%</b>	<b>7,98%</b>

Graf 2.8: Struktura  $r_e$



## 2.5.2 Výpočet ukazatele EVA metodou Value Spread

Tuto metodu používá Ministerstvo průmyslu a obchodu (MPO) a pomocí ní se získá hodnota EVA equity. Vyjadřuje rozdíl mezi výnosem a nákladem pro vlastníky, kteří do podniku vložili své prostředky. Zjištění ekonomické přidané hodnoty touto metodou je možné realizovat pomocí účetních dat, které není nutno dále upravovat. Výpočet je založen na zjištění hodnotového rozpětí, které je dáno rozdílem rentability vlastního kapitálu ROE a nákladů vlastního kapitálu  $r_e$ . Vynásobením tohoto spreadu vlastním kapitálem se určí hodnota EVA.

Při výpočtu EVA equity se vychází ze vzorce (19):  $EVA(equity) = (ROE - r_e) \cdot E$ . Klíčovým ukazatelem pro zjištění ekonomické přidané hodnoty je  $r_e$  (viz kapitola 2.5.1). Rentabilita vlastního kapitálu je vypočtena v kapitole 2.3 a hodnota vlastního kapitálu je uvedena v rozvaze.

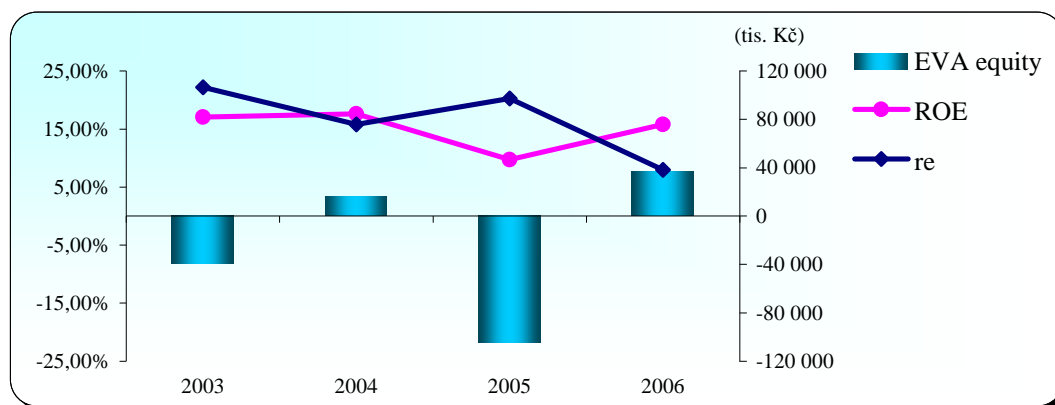
Z následujícího grafu je patrné, že ukazatel EVA equity má kolísavou tendenci: z kladných hodnot na záporné a naopak, přestože podnik vykazuje po celé období účetní zisk.

V letech 2003 bylo dosaženo záporné ekonomické přidané hodnoty, zejména díky vysokým nákladům vlastního kapitálu. V roce 2004 došlo k růstu EVA oproti předcházejícímu roku o 143% a byla tak dosažena kladná hodnota. V roce 2005 došlo k prudkému poklesu rentability vlastního kapitálu a hodnota EVA opět nabývá záporných hodnot. V roce 2006 podnik opět tvoří kladnou hodnotu, která vzrostla oproti předchozímu roku o 135%. Tvorba ekonomické přidané hodnoty v jednotlivých letech bude analyzována podrobně v pyramidovém rozkladu ukazatele EVA v další kapitole.

Tab. 2.9: Výpočet EVA equity (tis. Kč)

	2003	2004	2005	2006
ROE	17,09%	17,63%	9,76%	15,82%
$r_e$	22,20%	15,82%	20,24%	7,98%
$(ROE - r_e)$	-5,11%	1,81%	-10,49%	7,83%
VK	761 195	920 449	992 765	468 691
<b>EVA equity</b>	<b>-38 862</b>	<b>16 662</b>	<b>-104 092</b>	<b>36 720</b>

Graf 2.9: Vývoj ukazatele EVA equity, ROE a  $r_e$



Při závěrečném vyhodnocení ukazatele je podnik dle MPO zařazen do těchto kategorií:

- v letech 2004 a 2006 do I. kategorie, podnik tvoří hodnotu,
- v letech 2003 a 2005 do II. kategorie, podnik netvoří hodnotu, ale ROE je větší než výnosnost bezrizikového aktiva  $r_f$ ,
- v roce 2002 do IV. kategorie, podnik je ztrátový, má záporný vlastní kapitál.

### 2.5.3 Pyramidový rozklad ukazatele EVA

Pomocí pyramidového rozkladu ukazatele EVA lze identifikovat nejdůležitější faktory ovlivňující tvorbu ekonomické přidané hodnoty. Pro výpočet vlivů jednotlivých ukazatelů s aditivní vazbou je použit vzorec (31). Pro výpočet vlivů ukazatelů, mezi nimiž je multiplikativní vazba, je z důvodu vyskytujících se záporných hodnot zvolena funkcionální metoda, vzorce (32) a (35). Tato podkapitola je zaměřena na analýzu dílčích vlivů na tvorbu ekonomické přidané hodnoty podniku v letech 2003 až 2006. V roce 2002 vykazovala společnost záporný vlastní kapitál, tudíž nemohla tvořit hodnotu. Podrobné schéma sestavení pyramidového rozkladu v každém roce je uvedeno v přílohách.

Tab. 2.10: Přírůstky / úbytky EVA equity (tis. Kč)

	2003	2004	2005	2006
EVA equity	-38 862	16 662	-104 092	36 720
Přírůstek/úbytek EVA equity		+55 524	-120 754	+140 811

#### Tvorba EVA equity v období 2003 – 2004

V roce 2003 bylo dosaženo ekonomické přidané hodnoty ve výši –38 762 tis. Kč. V roce 2004 již podnik vytvořil kladnou EVA ve výši 16 662 tis. Kč, tj. zvýšení o více než 55 mil. Kč, což poukazuje na lepší hospodaření.

Nejvýznamnější pozitivní vliv na tvorbu EVA v roce 2004 má snížená riziková přírážka za finanční stabilitu, která zvýšila ekonomickou přidanou hodnotu o 36 256 ti. Kč. Tato přírážka je ovlivněna především zvýšením celkové likvidity. Další významný pozitivní vliv na růst EVA má snížená riziková přírážka za finanční strukturu, která je dána snížením zadluženosti a téměř dvojnásobně zvýšeným ukazatelem úrokového krytí. Obě tyto přírážky se promítají do snížení nákladů vlastního kapitálu o více než 6 p.b., které zvyšuje rozpětí ( $ROE - r_e$ ). To má přímý vliv na zvýšení hodnoty EVA. Nelze opomenout ani výrazný nárůst tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb o téměř 400 mil. Kč, které prostřednictvím zvýšeného zisku zvýšilo ROA i ROE.

Nejhorší vliv na hodnotu ukazatele EVA má zvýšení ostatních nákladů (nejvíce ostatních provozních nákladů), které v poměru s tržbami vedly ke snížení hodnoty EVA o téměř 36 mil. Kč. Zvýšení aktiv, zejména dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku, snížilo ekonomickou přidanou hodnotu o 23 mil. Kč. Zvýšení VK má i přes dosažení

kladného rozdílu ( $ROE - r_e$ ) negativní vliv na tvorbu hodnoty. To je způsobeno větším negativním působením zvýšení VK na ROE než pozitivním vlivem na snížení  $r_e$ .

Následující tabulky zobrazují přehled hlavních faktorů ovlivňující ukazatel EVA získaných z pyramidového rozkladu EVA v letech 2003 a 2004 (viz příloha č. 13).

Tab. 2.11: Faktory ovlivňující EVA pozitivně

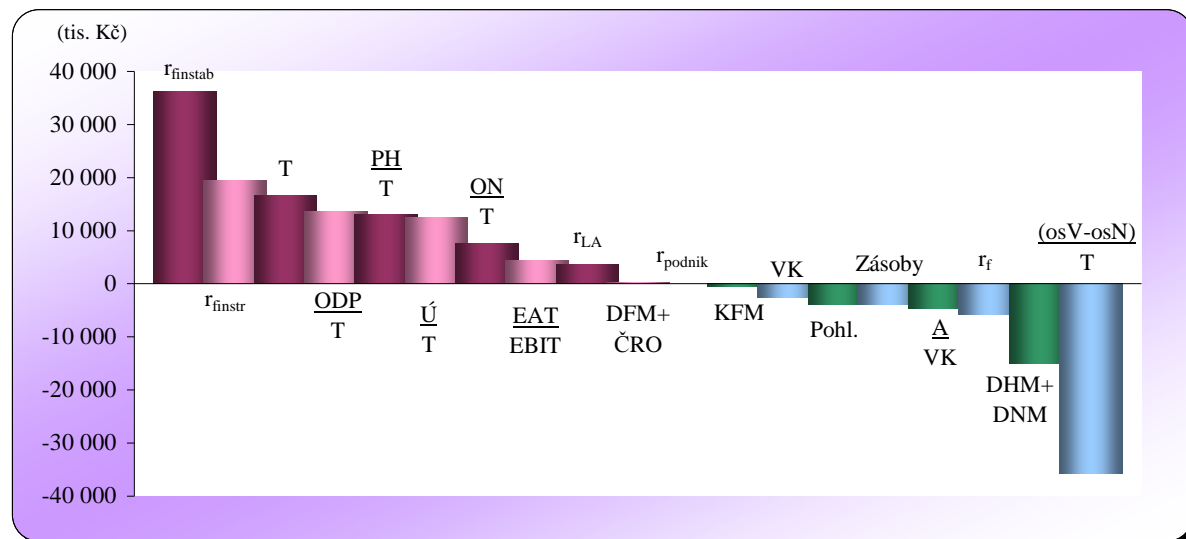
(v tis. Kč)	2003	2004	vliv na EVA
$r_e$	22,20%	15,82%	53 665
$r_{finstab}$	8,91%	4,59%	36 256
$r_{finstr}$	7,71%	5,39%	19 494
T	3 474 406	3 893 943	16 715
ODP/T	0,028	0,022	13 694
PH/T	0,199	0,204	13 017
Ú/T	0,016	0,011	12 607
EBIT/T	0,059	0,064	11 242
ON/T	0,113	0,109	7 729
ROA	12,10%	12,51%	4 822
ROE	17,09%	17,63%	4 483
EAT/EBIT	0,632	0,651	4 338
$r_{LA}$	1,47%	1,04%	3 632
DFM+ČRO	14 790	12 083	215
$r_{podnik}$	0%	0%	0
<b>Pozitivní změna EVA</b>			<b>+127 698</b>

Tab. 2.12: Faktory ovlivňující EVA negativně

(v tis. Kč)	2003	2004	vliv na EVA
$(osV-osN)/T$	0,017	0,002	-35 806
A	1 701 795	1 992 955	-23 134
DHM+DNM	751 503	940 968	-15 054
T/A	2,042	1,954	-6 419
$r_f$	4,12%	4,80%	-5 718
A/VK	2,236	2,165	-4 678
Zásoby	477 594	526 313	-3 871
Pohledávky	446 192	494 652	-3 850
VK	761 195	920 449	-2 624
KFM	11 716	18 939	-574
<b>Negativní změna EVA</b>			<b>-72 174</b>

$$\Delta EVA = 127\,698 - 72\,174 = 55\,524 \text{ tis. Kč}$$

Graf 2.10: Vliv faktorů na EVA v roce 2004



## Tvorba EVA equity v období 2004 – 2005

V roce 2004 podnik tvořil kladnou EVA ve výši 16 662 tis. Kč. V roce 2005 došlo opět ke snížení ukazatele EVA oproti roku 2004 o 725% na hodnotu -104 092 tis. Kč.

Nejvýznamnější pozitivní vliv na tvorbu EVA v roce 2005 má snížení osobních nákladů, které v poměru s tržbami zvýšilo ekonomickou přidanou hodnotu o 24 509 tis. Kč. Dalšími faktory, které pozitivně ovlivnily tvorbu EVA jsou zvýšení finanční páky (A/VK) a snížení bezrizikové sazby o 1,27 p.b..

Nejhorší vliv na EVA má snížení rentability vlastního kapitálu o téměř polovinu, které vedlo k poklesu ekonomické přidané hodnoty o 75 mil. Kč. Pokles ROE byl vyvolán především poklesem ROA, které snížilo ukazatel EVA o 74 mil. Kč. Největší vliv na snížení obou ukazatelů rentability má mnohem nižší hodnota zisku oproti předchozímu roku. S tím souvisí další negativně působící faktor PH/T, jehož pokles je dán hlavně snížením přidané hodnoty. Nelze opominout také negativní vliv zvýšení rizikové přírážky za finanční strukturu a finanční stabilitu, které vyvolaly nárůst nákladů na vlastní kapitál. Zvýšení  $r_{finstr}$  způsobila větší zadluženost a  $r_{finstab}$  pokles celkové likvidity. Zvýšení  $r_e$  o 4,42 p.b. vedlo k poklesu EVA o 42 mil. Kč. Téměř celé snížení ekonomické přidané hodnoty tedy způsobuje snížení spreadu ( $ROE - r_e$ ) z 1,81% na -10,49%. Zvýšení VK je vzhledem k zápornému spreadu negativní.

Následující tabulky zobrazují přehled hlavních faktorů ovlivňujících ukazatel EVA získaných z pyramidového rozkladu EVA v letech 2004 a 2005 (viz příloha č. 14).

Tab. 2.13: Faktory ovlivňující EVA pozitivně

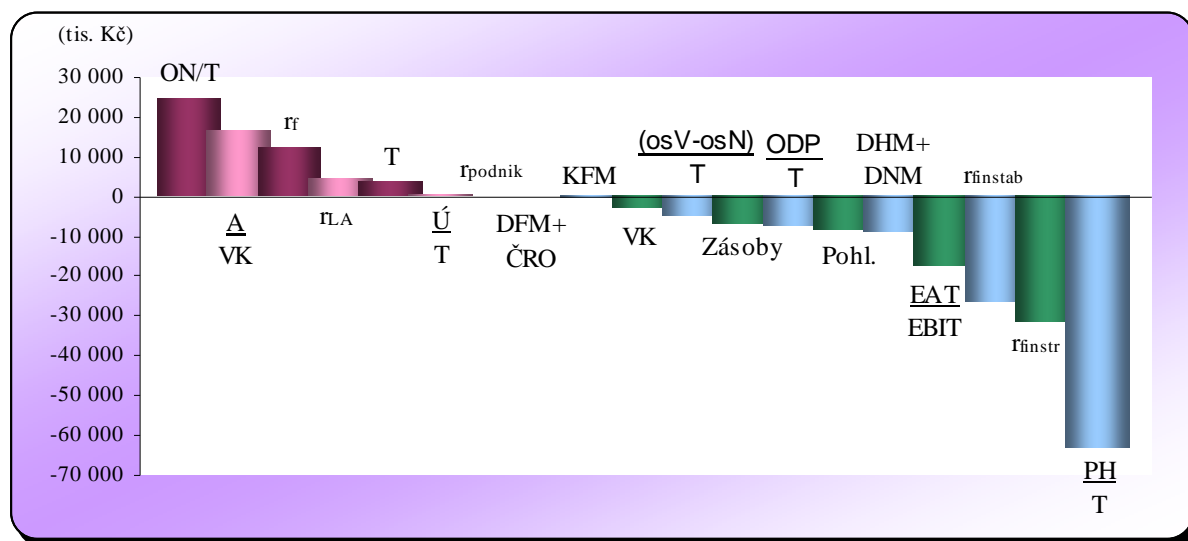
(v tis. Kč)	2004	2005	vliv na EVA
<b>ON/T</b>	<b>0,109</b>	<b>0,099</b>	<b>24 509</b>
<b>A/VK</b>	<b>2,165</b>	<b>2,456</b>	<b>16 619</b>
<b><math>r_f</math></b>	<b>4,80%</b>	<b>3,53%</b>	<b>12 149</b>
<b><math>r_{LA}</math></b>	<b>1,04%</b>	<b>0,58%</b>	<b>4 388</b>
<b>T</b>	<b>3 893 943</b>	<b>3 993 866</b>	<b>3 270</b>
<b>Ú/T</b>	<b>0,011</b>	<b>0,010</b>	<b>354</b>
<b><math>r_{podnik}</math></b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0</b>
<b>Pozitivní změna EVA</b>			<b>+61 288</b>

Tab. 2.14: Faktory ovlivňující EVA negativně

(v tis. Kč)	2004	2005	vliv na EVA
<b>ROE</b>	<b>17,63%</b>	<b>9,76%</b>	<b>-75 305</b>
<b>ROA</b>	<b>12,51%</b>	<b>6,99%</b>	<b>-74 246</b>
<b>PH/T</b>	<b>0,204</b>	<b>0,178</b>	<b>-63 394</b>
<b>EBIT/T</b>	<b>0,064</b>	<b>0,043</b>	<b>-51 594</b>
<b><math>r_e</math></b>	<b>15,82%</b>	<b>20,24%</b>	<b>-42 312</b>
<b><math>r_{finstr}</math></b>	<b>5,39%</b>	<b>8,74%</b>	<b>-32 042</b>
<b><math>r_{finstab}</math></b>	<b>4,59%</b>	<b>7,40%</b>	<b>-26 806</b>
<b>A</b>	<b>1 992 955</b>	<b>2 437 900</b>	<b>-25 921</b>
<b>T/A</b>	<b>1,954</b>	<b>1,638</b>	<b>-22 651</b>
<b>EAT/EBIT</b>	<b>0,651</b>	<b>0,568</b>	<b>-17 679</b>
<b>DHM+DNM</b>	<b>940 968</b>	<b>1 096 387</b>	<b>-9 054</b>
<b>Pohledávky</b>	<b>494 652</b>	<b>647 312</b>	<b>-8 894</b>
<b>ODP/T</b>	<b>0,022</b>	<b>0,026</b>	<b>-7 834</b>
<b>Zásoby</b>	<b>526 313</b>	<b>649 181</b>	<b>-7 158</b>
<b>(osV-osN)/T</b>	<b>0,002</b>	<b>0,00004</b>	<b>-5 229</b>
<b>VK</b>	<b>920 449</b>	<b>992 765</b>	<b>-3 137</b>
<b>KFM</b>	<b>18 939</b>	<b>30 015</b>	<b>-645</b>
<b>DFM+ČRO</b>	<b>12 083</b>	<b>15 005</b>	<b>-170</b>
<b>Negativní změna EVA</b>			<b>-182 042</b>

$$\Delta \text{EVA} = 61\,288 - 182\,042 = -120\,754 \text{ tis. Kč}$$

Graf 2.11: Vliv faktorů na EVA v roce 2005



## Tvorba EVA equity v období 2005 – 2006

V roce 2005 došlo ke snížení hodnoty podniku o 104 092 tis. Kč. V roce 2006 podnik opět tvořil kladnou hodnotu ve výši 36 720 tis. Kč, tj. zvýšení oproti roku 2005 o téměř 150 mil. Kč.

Na tvorbu EVA v roce 2006 má nejvýznamnější vliv razantní snížení nákladů vlastního kapitálu, které zvýšilo ekonomickou přidanou hodnotu téměř o 89,5 mil. Kč. Snížení  $r_e$  je vyvoláno snížením rizikových přírážek, zejména  $r_{finstab}$  a  $r_{finstr}$ . Riziková přírážka za finanční stabilitu je v roce 2006 nulová, neboť podnik již dosáhl optimální výše celkové likvidity. Velmi pozitivní vliv na tvorbu EVA má také zvýšení finanční páky, které se promítlo do zvýšení ROE. Příčinou těchto změn je především snížení základního kapitálu ze 701 mil. Kč na 265 mil. Kč, který se projevil ve snížení vlastního kapitálu. Nárůst tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb téměř o 0,5 mld. Kč a snížením osobních nákladů opět velmi pozitivně ovlivnil tvorbu hodnoty.

Snížení podílu účetní přidané hodnoty a tržeb vedlo ke snížení EVA o téměř 54 mil. Kč. Toto snížení je vyvoláno vysokým nárůstem tržeb a opětovným snížením přidané hodnoty. Přestože došlo k velkému snížení úročených krátkodobých závazků, vysoký nárůst bankovních úvěrů způsobil rapidní nárůst nákladových úroků. To má za následek snížení

poměru EAT/EBIT a zvýšení Ú/T, které přispělo ke značnému snížení EVA. Jako negativní vliv se projevil nárůst aktiv, především zásob, pohledávek a DHM a DNM.

Následující tabulky zobrazují přehled hlavních faktorů ovlivňujících ukazatel EVA získaných z pyramidového rozkladu EVA v letech 2004 a 2005 (viz příloha č. 15).

Tab. 2.15: Faktory ovlivňující EVA pozitivně

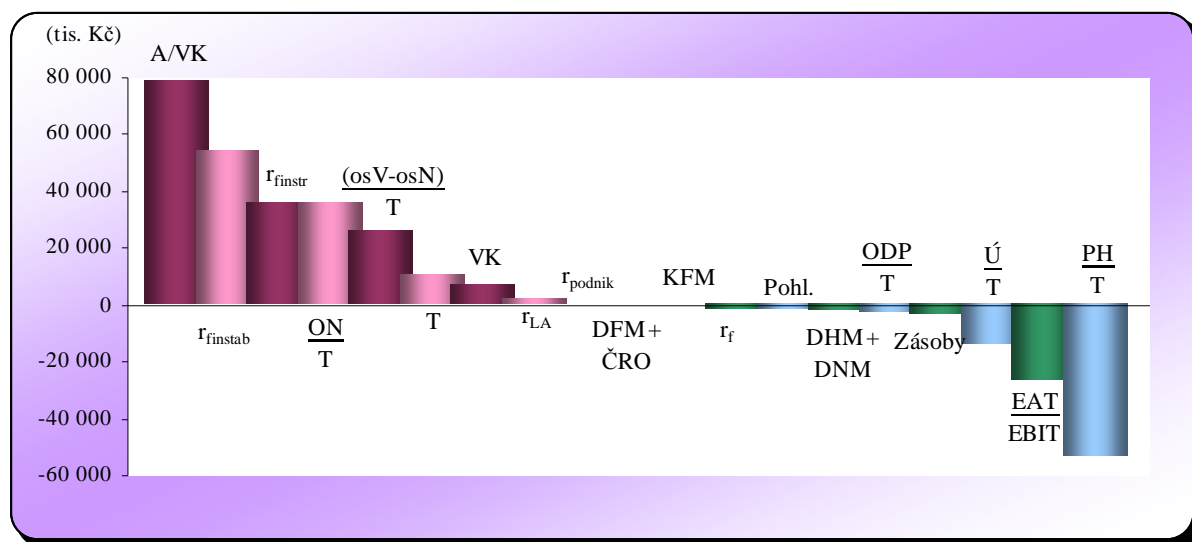
(v tis. Kč)	2005	2006	vliv na EVA
$r_e$	20,24%	7,98%	89 562
A/VK	2,456	5,655	78 866
$r_{finstab}$	7,40%	0%	54 044
ROE	9,76%	15,82%	44 304
$r_{finstr}$	8,74%	3,89%	35 437
ON/T	0,099	0,085	35 335
(osV-osN)/T	0,00004	0,011	25 706
T	3 993 866	4 439 281	10 381
VK	992 765	468 691	6 945
T/A	1,638	1,675	2 163
$r_{LA}$	0,58%	0,33%	1 835
$r_{podnik}$	0%	0%	0
<b>Pozitivní změna EVA</b>			<b>+248 550</b>

Tab. 2.16: Faktory ovlivňující EVA negativně

(v tis. Kč)	2005	2006	vliv na EVA
PH/T	0,178	0,156	-53 838
EAT/EBIT	0,568	0,433	-26 898
Ú/T	0,010	0,016	-14 293
EBIT/T	0,043	0,039	-9 827
A	2 437 900	2 650 659	-8 218
ROA	6,99%	6,46%	-7 664
Zásoby	649 181	751 510	-3 953
ODP/T	0,026	0,027	-2 738
DHM+DNM	1 096 387	1 149 161	-2 038
Pohledávky	647 312	693 449	-1 782
$r_f$	3,53%	3,77%	-1 754
KFM	30 015	41 462	-442
DFM+ČRO	15 005	15 077	-3
<b>Negativní změna EVA</b>			<b>-107 739</b>

$$\Delta \text{EVA} = 248\,550 - 107\,739 = 140\,811 \text{ tis. Kč}$$

Graf 2.12: Vliv faktorů na EVA v roce 2005





## 2.5.4 Výpočet ukazatele EVA metodou Capital Charge

Druhou základní metodou pro výpočet ekonomické přidané hodnoty je metoda zvaná Capital Charge, která je mnohem náročnější na úpravy. Pomocí ní se získá EVA entity, která kromě zisku pro vlastníky zahrnuje také úroky z cizího kapitálu, které jsou výnosem věřitelů. Propočet je založen na zjištění čistých operativních aktiv, výsledku hospodaření z operativní činnosti a nákladů na kapitál: 
$$EVA = NOPAT - NOA \cdot WACC$$

### 2.5.4.1 Výpočet NOA

Východiskem pro výpočet čistých operativních aktiv je rozvaha. Hodnota NOA se získá úpravou účetního modelu na ekonomický model o položky, které jsou popsány v teoretické části. Při úpravách se vychází z pravidel uvedených v kapitole 1.4.2.

#### *Vyloučení neoperativních aktiv*

##### **a) Krátkodobý finanční majetek**

*Peníze v hotovosti a na účtech v bankách* jsou udržovány na provozně nezbytné úrovni, proto je lze zahrnout mezi operativní aktiva. *Krátkodobé cenné papíry* jsou v evidenci pouze v roce 2002 a nemají charakter strategické rezervy. Jedná se o provozně nutné aktivum, proto bude tato položka také ponechána.

##### **b) Dlouhodobý finanční majetek**

Dlouhodobý finanční majetek je tvořen podíly v ovládaných a řízených osobách. Jedná se o 100% podíl v dceřinné společnosti KOVOHUTE POLAND Sp. z o.o., která od společnosti AL INVEST Břidličná a.s. odebírá polotovary a prodává je na polském trhu. Jde tedy o propojení s hlavní činností, proto bude tento DFM ponechán v NOA.

##### **c) Vlastní akcie**

Společnost nemá žádné vlastní akcie.

##### **d) Nedokončené investice**

Nedokončené investice v podniku se týkají dlouhodobého nehmotného i dlouhodobého hmotného majetku. Nedokončené investice jsou sice provozně potřebné, ale nepodílí se na tvorbě výsledků hospodaření v daném roce, proto se z NOA vylučují.

Tab. 2.17: Nedokončené investice (v tis. Kč)

	2003	2004	2005	2006
Nedokončený DNM	0	0	0	0
Nedokončený DHM	32 605	71 923	135 976	22 748
<b>Úprava NOA</b>	<b>-32 605</b>	<b>-71 923</b>	<b>-135 976</b>	<b>-22 748</b>

**e) Zřizovací výdaje**

Zřizovací výdaje jsou ve všech sledovaných letech nulové.

**f) Jiná aktiva nepotřebná k operativní činnosti**

Podnik nevlastní žádné *pozemky*, *budovy* nebo *zásoby*, které by nesouvisely s podnikáním nebo byly nevyužity.

**g) Kumulované neobvyklé zisky a ztráty**

Zisk z operativní činnosti podniku smí zahrnovat pouze náklady a výnosy dosažené za běžnou činnost, proto je potřeba vyloučit mimořádné výnosy a náklady. Tato oprava se musí provést i při výpočtu NOA.

Tab. 2.18: Mimořádné výnosy a náklady (v tis. Kč)

	2003	2004	2005	2006
Mimořádné náklady	788	76	2	6
Mimořádné výnosy	7 878	35	190	23
<b>Úprava NOA (kumulované mim. N)</b>	<b>+788</b>	<b>+864</b>	<b>+866</b>	<b>+872</b>
<b>Úprava NOA (kumulované mim. V)</b>	<b>-7 878</b>	<b>-7 913</b>	<b>-8 103</b>	<b>-8 126</b>

**Operativní aktiva nevykázaná v účetnictví****a) Finanční leasing**

Podnik účtuje o majetku pořízeného formou finančního leasingu tak, že leasingové splátky zahrnuje do nákladů. Tento majetek by však měl být zahrnut v rozvaze nájemce. Pro účely výpočtu metody EVA je třeba zjistit implicitní úrokovou míru obsaženou v leasingových splátkách (vzorec 23) a odpisy majetku. Společnost AL INVEST Břidličná, a.s. eviduje velké množství majetku na leasing (zejména automobily, výrobní stroje a výpočetní techniku), proto je provedeno určité zjednodušení výpočtů. Hodnota majetku pořízeného leasingem v určitém roce je brána jako součet všech položek nového leasingu v daném roce. Odpisy jsou stanoveny tak, aby byl majetek ke konci doby leasingové smlouvy zcela odepsán, tj. odepisuje se tolik let, kolik trvá finanční nájem. Pro zjištění úprav NOA a NOPAT se vytvoří umořovací plán.

Pro majetek odepisovaný 4 roky je zavedeno označení A, pro majetek odepisovaný 5 let je zavedeno označení B. Podrobný výpočet viz příloha č. 9.

Tab. 2.19: Aktivace finančního leasingu (v tis. Kč)

	2003	2004	2005	2006
Původní náklady	1 252	12 611	16 136	16 277
Pořizovací hodnota majetku A	3 498	14 302	1 350	1 906
Pořizovací hodnota majetku B	0	10 490	24 915	1 412
Roční odpisy celkem	874	6 548	11 868	12 627
<b>Úprava NOA</b>	<b>+2 623</b>	<b>+20 867</b>	<b>+35 264</b>	<b>+25 955</b>
<b>Úprava NOPAT</b>	<b>+47</b>	<b>+3 540</b>	<b>+76</b>	<b>-60</b>

## b) Operativní leasing

Podnik nemá žádný majetek pronajatý formou operativního leasingu.

## c) Ekvivalenty vlastního kapitálu (z přecenění)

Podnik tvoří k *pohledávkám* opravné položky, mohou tak vznikat tiché rezervy. Tato položka by se měla započítat jako  $\pm$  k ekvivalentu vlastního kapitálu, tato oprava bude provedena následně v oddílu „f) Tiché rezervy“.

*Zásoby* jsou v podniku oceňovány metodou váženého aritmetického průměru, která umožňuje zobrazit tržní hodnotu. Proto není třeba dělat úpravy z hlediska oceňování. Podnik tvoří k zásobám opravné položky, které budou zohledněny také v oddílu „f) Tiché rezervy“.

Pro přecenění *dlouhodobého majetku* je zapotřebí znát strukturu majetku podle stáří, jeho pořizovací cenu a zvolit vhodný cenový index. Tyto informace nebyly k dispozici, proto přecenění dlouhodobého majetku nebude provedeno.

## d) Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky

### *Náklady na výzkum a vývoj*

Tyto náklady zahrnuje podnik do běžných nákladů. Protože tyto náklady nesouvisejí s daným účetním obdobím, je třeba provést jejich aktivaci a odepisovat po dobu 10 let (předpokládaná doba jejich účinku). Provedené úpravy se projeví do změny NOA i NOPAT. Čistá operativní aktiva se v každém roce zvýší o kumulované aktivované náklady snížené o kumulované odpisy. O tuto částku se na straně pasiv zvýší ekvivalenty vlastního kapitálu. Náklady se sníží o náklady na výzkum a vývoj v daném roce a zvýší se o roční odpisy, tj. do NOPAT se započte přírůstek/úbytek aktivovaných nákladů.

Tab. 2.20: Aktivace nákladů na výzkum a vývoj (v tis. Kč)

	2003	2004	2005	2006
Náklady	14 710	15 235	22 089	14 665
Roční odpisy celkem	1 471	2 995	5 203	6 670
<b>Úprava NOA</b>	<b>+13 239</b>	<b>+25 480</b>	<b>+42 365</b>	<b>+50 360</b>
<b>Úprava NOPAT</b>	<b>+13 239</b>	<b>+12 241</b>	<b>+16 886</b>	<b>+7 995</b>

*Náklady na vzdělání a výchovu pracovníků*

V rámci rozvoje profesních skupin a udržování bezpečnosti práce společnost vynakládá každým rokem značné náklady na školení a vzdělávání. Stejně jako náklady na výzkum a vývoj je zahrnuje do běžných nákladů, přestože přinášejí dlouhodobější efekt. Tyto náklady se budou odepisovat po dobu 5 let, úpravy jsou obdobné jako u předešlých nákladů.

Tab. 2.21: Aktivace nákladů na vzdělání a výchovu pracovníků (v tis. Kč)

	2003	2004	2005	2006
Náklady	3 135	3 254	3 024	1 852
Roční odpisy celkem	627	1 278	1 883	2 253
<b>Úprava NOA</b>	<b>+2 508</b>	<b>+4 484</b>	<b>+5 626</b>	<b>+5 225</b>
<b>Úprava NOPAT</b>	<b>+2 508</b>	<b>+1 976</b>	<b>+1 141</b>	<b>-401</b>

*Náklady na marketing*

Mezi náklady s dlouhodobými předpokládanými účinky patří beze sporu také náklady na marketing. Společnost pro sledování těchto nákladů nevede samostatný nákladový účet, přesto byla tato data poskytnuta. Jde zejména o náklady na reklamní předměty, pozvánky, občerstvení, výstavy a veletrhy, prezentace apod. Doba odepisování je opět 5 let.

Tab. 2.22: Aktivace nákladů na marketing (v tis. Kč)

	2003	2004	2005	2006
Náklady	2 187	3 253	2 135	2 306
Roční odpisy celkem	437	1 088	1 515	1 976
<b>Úprava NOA</b>	<b>+1 750</b>	<b>+3 915</b>	<b>+4 535</b>	<b>+4 864</b>
<b>Úprava NOPAT</b>	<b>+1 750</b>	<b>+2 165</b>	<b>+620</b>	<b>+330</b>

Podrobný propočet aktivace všech nákladů je uveden v příloze č. 10.

**e) Goodwill**

Goodwill, který představuje rozdíl mezi tržní cenou podniku a cenou jeho individuálně přeceněných složek aktiv a závazků, není v účetnictví podniku vykázán.

## f) Tiché rezervy

Tiché rezervy jsou ve firmě vytvářeny pomocí *opravných položek* na straně aktiv a pomocí *rezerv* na straně pasiv. Je potřeba rozpustit opravné položky k oběžným aktivům (pohledávky a zásoby), které se jeví jako významné. Podnik účtuje o rezervách na daň z příjmů a o rezervách na opravu hmotného majetku. Rozpustí se pouze rezervy na opravu hmotného majetku a to tak, že se zařadí formou ekvivalentů vlastního kapitálu k účetnímu vlastnímu kapitálu. Výpočet viz příloha č. 11.

Tab. 2.23: Opravné položky na pohledávky a zásoby (v tis. Kč)

	2003	2004	2005	2006
Opravné položky k OA	12 494	15 576	21 225	17 963
Změna stavu OP ve VZZ	-4 304	3 082	5 649	-3 262
<b>Úprava NOA</b>	<b>+12 494</b>	<b>+15 576</b>	<b>+21 225</b>	<b>+17 963</b>
<b>Úprava NOPAT</b>	<b>-4 304</b>	<b>+3 082</b>	<b>+5 649</b>	<b>-3 262</b>

Tab. 2.24: Rezervy na opravy hmotného majetku (v tis. Kč)

	2003	2004	2005	2006
Výše rezerv	0	0	6 624	19 526
Změna stavu rezerv ve VZZ	0	0	6 624	12 902
<b>Úprava NOA</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Úprava NOPAT</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>+6 624</b>	<b>+12 902</b>

## Krátkodobě, explicitně neúročené závazky

Cílem je vyloučit z NOPAT odpočet všech nákladů na cizí kapitál. Zjištění skrytých nákladů u většiny krátkodobých závazků je těžko proveditelné, vyloučí se tedy z NOA vybrané formy neúročených krátkodobých závazků. Podnik eviduje tyto krátkodobé neúročené závazky: *závazky z obchodních vztahů (část z nich je úročena), závazky k zaměstnancům, závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění, daňové závazky a dotace, dohadné účty pasivní (mají charakter závazků z obchodních vztahů, jen ještě nedošla faktura) a jiné závazky. K těmto závazkům se také připočtou pasivní položky časového rozlišení a rezerva na daň z příjmů (má charakter skutečných závazků).*

Tab. 2.25: Krátkodobě, explicitně neúročené závazky (v tis. Kč)

	2003	2004	2005	2006
Kr. neúročené závazky	189 463	246 157	316 420	247 351
Časové rozlišení pasiv	10	0	0	0
Rezerva na daň z příjmů	0	1 790	225	3 673
<b>Úprava NOA</b>	<b>-189 473</b>	<b>-246 157</b>	<b>-316 420</b>	<b>-247 351</b>

## Shrnutí úprav rozvahy vedoucích k NOA

Tabulka znázorňuje všechny úpravy, které byly provedeny za účelem dosažení hodnoty čistých operativních aktiv.

Tab. 2.26: Výpočet NOA (v tis. Kč)

Dopady do aktiv	2003	2004	2005	2006
<b>Neupravená celková aktiva</b>	<b>1 701 795</b>	<b>1 992 955</b>	<b>2 437 900</b>	<b>2 650 659</b>
<b>Dlouhodobá aktiva - účetní</b>	<b>754 884</b>	<b>946 849</b>	<b>1 102 268</b>	<b>1 155 042</b>
(-) nedokončené investice	-32 605	-71 923	-135 976	-22 748
(+) leasing (zůstatková hodnota)	2 623	20 867	35 264	25 955
(+) aktivace N na výzkum a vývoj	13 239	25 480	42 365	50 360
(+) aktivace N na vzdělání	2 508	4 484	5 626	5 225
(+) aktivace N na marketing	1 750	3 915	4 535	4 864
(+) kumulované mimořádné náklady	788	864	866	872
(-) kumulované mimořádné výnosy	-7 878	-7 913	-8 103	-8 126
<b>Dlouhodobá aktiva - upravená</b>	<b>735 309</b>	<b>922 623</b>	<b>1 046 844</b>	<b>1 211 444</b>
<b>Oběžná aktiva - účetní</b>	<b>946 911</b>	<b>1 046 106</b>	<b>1 335 632</b>	<b>1 495 617</b>
(+) tiché rezervy z přecenění OA	12 494	15 576	21 225	17 963
(-) krátkodobé neúročené závazky	-189 473	-246 157	-316 420	-247 351
<b>Oběžná aktiva - upravená</b>	<b>769 932</b>	<b>815 525</b>	<b>1 040 437</b>	<b>1 266 229</b>
<b>NOA</b>	<b>1 505 241</b>	<b>1 738 148</b>	<b>2 087 281</b>	<b>2 477 673</b>

Dopady do pasiv	2003	2004	2005	2006
<b>Neupravená celková pasiva</b>	<b>1 701 795</b>	<b>1 992 955</b>	<b>2 437 900</b>	<b>2 650 659</b>
<b>Vlastní kapitál - účetní</b>	<b>761 195</b>	<b>920 449</b>	<b>992 765</b>	<b>468 691</b>
(-) nedokončené investice	-32 605	-71 923	-135 976	-22 748
(±) VH z leasingu	47	3 587	3 663	3 603
(+) aktivace N na výzkum a vývoj	13 239	25 480	42 365	50 360
(+) aktivace N na vzdělání	2 508	4 484	5 626	5 225
(+) aktivace N na marketing	1 750	3 915	4 535	4 864
(+) tiché rezervy z přecenění OA	12 494	15 576	21 225	17 963
(+) kumulované mimořádné náklady	788	864	866	872
(-) kumulované mimořádné výnosy	-7 878	-7 913	-8 103	-8 126
(+) rezervy na opravu HM	0	0	6 624	19 526
<b>Vlastní kapitál - upravený</b>	<b>751 538</b>	<b>894 519</b>	<b>933 589</b>	<b>540 230</b>
<b>Cizí zdroje - účetní</b>	<b>940 600</b>	<b>1 072 506</b>	<b>1 445 135</b>	<b>2 181 968</b>
(-) rezervy na opravu HM	0	0	-6 624	-19 526
(+) závazky z leasingu	2 576	17 280	31 601	22 352
(-) krátkodobé neúročené závazky	-189 473	-246 157	-316 420	-247 351
<b>Cizí zdroje - upravené</b>	<b>753 703</b>	<b>843 629</b>	<b>1 153 692</b>	<b>1 937 443</b>
<b>Upravená pasiva</b>	<b>1 505 241</b>	<b>1 738 148</b>	<b>2 087 281</b>	<b>2 477 673</b>

Z tabulky je zřetelně vidět velký rozdíl mezi původní výší aktiv a NOA, což vypovídá o nutnosti provedených úprav. Po úpravách jsou čistá operativní aktiva v každém roce nižší. Největší rozdíl je v roce 2005 a to více než 350 mil. Kč.

### 2.5.4.2 Výpočet NOPAT

Při výpočtu NOPAT se vychází z provozního výsledku hospodaření, který lépe vystihuje operativní činnosti podniku. Při určení NOA byly některé položky doplněny a jiné vyloučeny. Aby bylo dosaženo symetrie mezi NOA a NOPAT, je nutné náklady a výnosy spojené s upravenými položkami zohlednit při výpočtu čistého operativního zisku. Některé úpravy NOPAT jsou již vypočteny v předchozí kapitole při určení NOA. Postup je následující.

#### *Vyloučení úrokových nákladů cizího kapitálu*

Z finančních nákladů je třeba vyloučit placené úroky včetně implicitních úroků obsažených v leasingových splátkách. Vychází se však z provozního VH, proto k žádné úpravě nedojde.

#### *Vyloučení mimořádných položek*

Z provozních nákladů a výnosů je třeba vyloučit mimořádné položky a dále položky, které se svou výší nebudou opakovat. Mezi mimořádné provozní náklady podniku patří náklady na odpis pohledávek, provozní manka a škody nepředepsané k úhradě a náklady na zmařené investice. Mezi mimořádné provozní výnosy patří výnosy z odpisu pohledávek, výnosy z dotací ze státního rozpočtu a výnosy z náhrady škod. Mimořádnou položkou je také zisk z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, který zahrnuje zejména starší automobily a počítače. Do této položky byla v roce 2006 zařazena i částka ve výši cca. 20 mil. Kč za prodej emisních povolenek.

Tab. 2.27: Neobvyklé zisky a ztráty (v tis. Kč)

	2003	2004	2005	2006
Mimořádné provozní náklady	25 357	30 387	30 413	45 109
Mimořádné provozní výnosy	30 804	34 929	41 756	81 896
<b>Úprava NOPAT (neobvyklé ztráty)</b>	<b>+25 357</b>	<b>+30 387</b>	<b>+30 413</b>	<b>+45 109</b>
<b>Úprava NOPAT (neobvyklé zisky)</b>	<b>-30 804</b>	<b>-34 929</b>	<b>-41 756</b>	<b>-81 896</b>

#### *Výnosy a náklady způsobující změnu vlastního kapitálu*

Do hodnoty NOPAT se musí započítat vliv změn vlastního kapitálu, které se projeví při výpočtu NOA. Patří mezi ně náklady na výzkum a vývoj, náklady na vzdělání a výchovu pracovníků a náklady na marketing. Tyto náklady je třeba aktivovat a nahradit odpisem. Dále se do NOPAT musí zohlednit změna stavu opravných položek k pohledávkám a zásobám

a změna stavu rezerv na opravy hmotného majetku. Novou položkou budou odpisy majetku pořízeného na leasing.

### ***Vyloučení výnosů z neoperativního majetku***

Nedokončené investice nepřinášely žádný výnos, proto není třeba žádných úprav.

### ***Úprava daní***

Úkolem je zjistit tzv. upravenou daň, která by byla zaplacená z operativního zisku. Nejdříve se vypočte skutečná daňová sazba jako podíl splatné daně a účetního výsledku hospodaření. Touto sazbou se pak vynásobí nezdaněný NOPAT.

Tab. 2.28: Výpočet NOPAT (v tis. Kč)

	2003	2004	2005	2006
<b>Provozní VH</b>	<b>221 477</b>	<b>269 832</b>	<b>188 122</b>	<b>183 976</b>
(-) tržby z prodeje DM a materiálu	-28 444	-32 110	-27 615	-50 383
(+) zůstatková cena DM a materiálu	24 504	27 750	26 546	31 603
(+) výzkum a vývoj - výdaje vrátit	14 710	15 235	22 089	14 665
(-) výzkum a vývoj - odpisy	-1 471	-2 995	-5 203	-6 670
(+) vzdělání - výdaje vrátit	3 135	3 254	3 024	1 852
(-) vzdělání- odpisy	-627	-1 278	-1 883	-2 253
(+) marketing - výdaje vrátit	2 187	3 253	2 135	2 306
(-) marketing - odpisy	-437	-1 088	-1 515	-1 976
(+) leasingová platba (původní náklad)	1 252	12 611	16 136	16 277
(-) odpisy majetku na leasing	-874	-6 548	-11 868	-12 627
(+) neobvyklé ztráty	25 357	30 387	30 413	45 109
(-) neobvyklé zisky	-30 804	-34 929	-41 756	-81 896
(+/-) změna stavu opravných položek	-4 304	3 082	5 649	-3 262
(+/-) změna stavu rezerv	0	0	6 624	12 902
<b>NOPAT před daní</b>	<b>225 661</b>	<b>286 457</b>	<b>210 898</b>	<b>149 622</b>
Splatná daň	0	2 271	-335	3 682
Účetní VH	150 748	208 124	128 787	98 788
<b>Skutečná daňová sazba</b>	<b>0%</b>	<b>1,09%</b>	<b>0%</b>	<b>3,73%</b>
Daň z příjmů na úrovni NOPAT	0	3 126	0	5 577
<b>NOPAT</b>	<b>225 661</b>	<b>289 582</b>	<b>210 898</b>	<b>155 199</b>

Provozní výsledek hospodaření je kromě roku 2006 vždy nižší než NOPAT, což je způsobeno především aktivací nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky a zahrnutím majetku pořízeného formou finančního leasingu do aktiv.



### 2.5.4.3 Výpočet WACC

Po výpočtu NOA a NOPAT je třeba zjistit třetí a poslední složku důležitou pro výpočet EVA, a tou jsou průměrné vážené náklady kapitálu.

Východiskem pro jejich určení je vzorec (21):  $WACC = r_d \cdot (1-t) \cdot D/C + r_e \cdot E/C$ . Stanovení jednotlivých položek nutných pro výpočet WACC je vysvětleno následně.

#### a) Určení vah jednotlivých složek kapitálu

Při určení struktury kapitálu je možné použít současnou nebo cílovou strukturu kapitálu. Vhodnějším způsobem je použití současné struktury kapitálu, ve které jsou zohledněny úpravy použité při výpočtu NOA. Hodnota upraveného vlastního kapitálu a upravených cizích zdrojů je uvedena v tabulce 2.26 při výpočtu NOA v kapitole 2.5.4.1.

Tab. 2.29: Struktura celkového kapitálu

	2003	2004	2005	2006
Hodnota kapitálu celkem (tis. Kč)	1 505 241	1 738 148	2 087 281	2 477 673
Vlastní kapitál - upravený (tis. Kč)	751 538	894 519	933 589	540 230
Cizí zdroje – upravené (tis. Kč)	753 703	843 629	1 153 692	1 937 443
<b>Podíl vlastního kapitálu (E/C)</b>	<b>49,93%</b>	<b>51,46%</b>	<b>44,73%</b>	<b>21,80%</b>
<b>Podíl cizích zdrojů (D/C)</b>	<b>50,07%</b>	<b>48,54%</b>	<b>55,27%</b>	<b>78,20%</b>

#### b) Stanovení nákladů cizího kapitálu - $r_d$

Náklady kapitálu získaného formou dluhu se vyjadřují v podobě úroku, který podnik musí zaplatit. Úročeným cizím kapitálem v podniku AL INVEST Břidličná, a.s. jsou bankovní úvěry. Při výpočtu nákladů na vlastní kapitál se k úplatným zdrojům přidaly také úročené krátkodobé závazky z obchodních vztahů, které mají velký podíl na nákladových úrocích. Proto se musí zohlednit i při výpočtu nákladů na cizí kapitál. K těmto dvěma účetním položkám přibyl při úpravě aktiv leasing.

#### **Bankovní úvěry a úročené krátkodobé závazky z obchodních vztahů**

Existuje několik metod jak určit náklady na bankovní úvěr a úročené krátkodobé závazky. Jelikož nejsou známy úrokové sazby jednotlivých bankovních úvěrů a úročených krátkodobých závazků, je vhodné použít vztah  $\frac{\dot{U}}{BU}$ , resp.  $\frac{\dot{U}}{KZ\dot{U}}$ . Výše nákladových úroků připadající zvlášť na BU a zvlášť na KZÚ není známa, proto se úroková sazba na tyto úročené zdroje bude posuzovat společně. Aby se předešlo k velkému zkreslení vlivem posuzování

dluhů ke konci roku, vypočte se jejich průměrný stav vzhledem k začátku a konci posuzovaného období.

Tab. 2.30: Náklady na bankovní úvěry a úročené krátkodobé závazky z obchodních vztahů

(tis. Kč)	2003	2004	2005	2006
BU + KZÚ (začátek roku)	662 047*	667 361	759 360	1 021 620
BU + KZÚ (konec roku)	667 361	759 360	1 021 620	1 790 336
Průměrný stav BU + KZÚ	664 704	713 361	890 490	1 405 978
Úrokové náklady	55 173	41 127	41 598	72 525
<b>Úroková sazba BU + KZÚ</b>	<b>8,30%</b>	<b>5,77%</b>	<b>4,67%</b>	<b>5,16%</b>

\* Rozvaha 2002.

### Leasing

Náklady na leasing se určí obdobně jako u bankovních úvěrů a úročených krátkodobých závazků, tj. jako podíl implicitních úroků z leasingu a leasingového závazku. Leasingové smlouvy jsou uzavírány různě v průběhu roku, proto je vhodné stanovit jejich průměrný stav vzhledem k začátku a konci posuzovaného roku.

Tab. 2.31: Náklady na leasing

(tis. Kč)	2003	2004	2005	2006
Leasingový závazek (začátek roku)	2 850*	2 576	17 280	31 601
Leasingový závazek (konec roku)	2 576	17 280	31 601	22 352
Průměrný stav leasingu	2 713	9 928	24 440	26 976
Implicitní úroky z leasingu	331	2 523	4 192	3 710
<b>Úroková sazba leasingu</b>	<b>12,20%</b>	<b>25,41%</b>	<b>17,15%</b>	<b>13,75%</b>

\* Začátek leasingu.

Nyní je možné vypočítat vážené průměrné náklady cizího kapitálu.

Tab. 2.32: Náklady cizího kapitálu -  $r_d$

(tis. Kč)	2003	2004	2005	2006
BU + KZÚ (konec roku)	667 361	759 360	1 021 620	1 790 336
Závazky z leasingu (konec roku)	2 576	17 280	31 601	22 352
Celkem úročený cizí kapitál	669 937	776 640	1 053 221	1 812 688
Podíl BU+KZÚ	99,62%	97,78%	97,00%	98,77%
Podíl leasingu	0,38%	2,22%	3,00%	1,23%
Úroková sazba BU + KZÚ	8,30%	5,77%	4,67%	5,16%
Úroková sazba leasingu	12,20%	25,41%	17,15%	13,75%
<b>Průměrné náklady cizího kapitálu <math>r_d</math></b>	<b>8,32%</b>	<b>6,20%</b>	<b>5,05%</b>	<b>5,26%</b>

### c) Stanovení nákladů vlastního kapitálu - $r_e$

Náklady vlastního kapitálu jsou vypočteny v kapitole 2.5.1.

#### d) Výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál - WACC

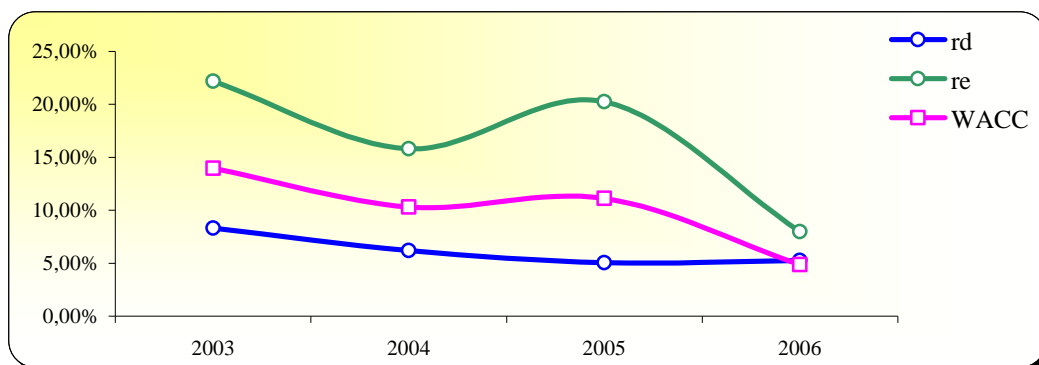
Průměrné vážené náklady kapitálu se vypočítají dosazením jednotlivých položek do výše uvedeného vzorce (21).

Průměrné vážené náklady kapitálu mají spíše klesající tendenci. V roce 2006 se dokonce snížily až o 56% oproti předchozímu roku. Příčinou tohoto snížení je hlavně razantní snížení nákladů vlastního kapitálu.

Tab. 2.33: Výpočet WACC

	2003	2004	2005	2006
$r_d$	8,32%	6,20%	5,05%	5,26%
$r_e$	22,20%	15,82%	20,24%	7,98%
D/C	50,07%	48,54%	55,27%	78,20%
E/C	49,93%	51,46%	44,73%	21,80%
(1-t)	0,69	0,72	0,74	0,76
<b>WACC</b>	<b>13,96%</b>	<b>10,31%</b>	<b>11,12%</b>	<b>4,87%</b>

Graf 2.13: Vývoj nákladů  $r_d$ ,  $r_e$  a WACC



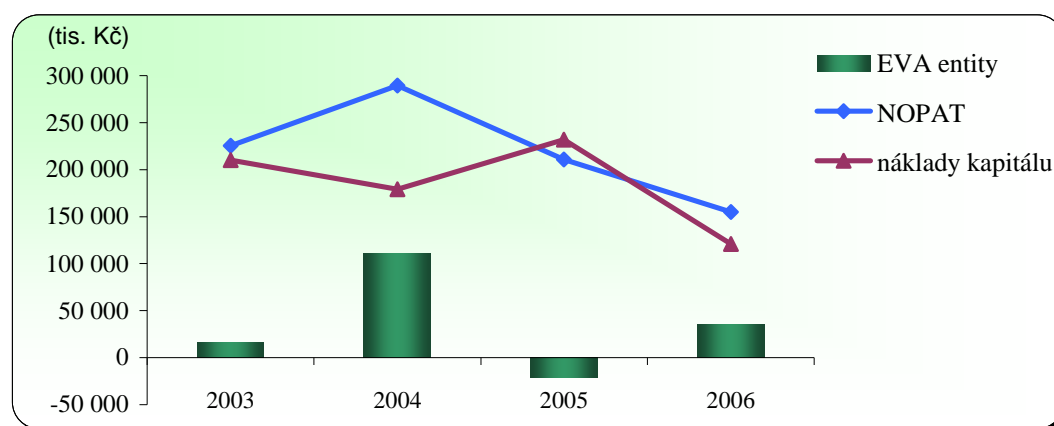
#### 2.5.4.4 Výpočet EVA entity

Pro výpočet hodnoty ukazatele EVA entity stačí už jen dosadit vypočtené hodnoty ukazatelů NOA, NOPAT a WACC do jednoduchého vzorce:  $EVA = NOPAT - NOA \cdot WACC$ .

Tab. 2.34: Výpočet EVA entity (v tis.Kč)

	2003	2004	2005	2006
NOPAT	225 661	289 582	210 898	155 199
NOA	1 505 241	1 738 148	2 087 281	2 477 673
WACC	13,96%	10,31%	11,12%	4,87%
<b>EVA entity</b>	<b>15 575</b>	<b>110 418</b>	<b>-21 144</b>	<b>34 552</b>
Přírůstek/úbytek EVA entity		+94 843	-131 563	+55 697

Graf 2.14: Vývoj ukazatele EVA entity, NOPAT a celkových nákladů kapitálu (NOA·WACC)



Ukazatel EVA entity má spíše kolísavou tendenci. Kromě roku 2005 dosahuje kladných hodnot, což vypovídá o schopnosti podniku tvořit hodnotu.

#### Tvorba EVA entity v období 2003 - 2004

V roce 2003 byla hodnota ukazatele EVA entity ve výši 15 575 tis. Kč. V následujícím roce došlo k jejímu šestinásobnému nárůstu a to na více než 110 mil. Kč. Největší vliv na tento nárůst má zvýšení zisku z operativní činnosti o 64 mil. Kč. Nelze opomenout také pozitivní vliv snížení WACC o téměř 4 p.b., které způsobil zejména pokles nákladů na vlastní kapitál a pokles nákladů cizího kapitálu. Negativní vliv na změnu EVA entity má zvýšení čistých operativních aktiv, které je dáno hlavně zvýšením dlouhodobého majetku financovaného bankovními úvěry a také zařazením majetku pořízeného formou leasingu.

## **Tvorba EVA entity v období 2004 – 2005**

Ekonomická přidaná hodnota v roce 2004 dosahuje výše 110 418 tis. Kč. V roce 2005 došlo k prudkému poklesu ukazatele EVA entity až na zápornou hodnotu -21 144 tis. Kč, tzn. že kapitálové náklady převýšily zisk z operativní činnosti. Na tomto snížení se nejvíce podílí pokles přidané hodnoty, který značnou mírou přispěl k poklesu NOPAT o 64 mil. Kč. Také další zvýšení čistých operativních aktiv mělo na tvorbu EVA opět negativní vliv. Mezi další negativně působící faktory patří zpětné zvýšení nákladů na vlastní kapitál a v důsledku toho i zvýšení WACC. Pouze snížení nákladů cizího kapitálu a snížení podílu VK na celkovém kapitálu vedlo ke kladné tvorbě ekonomické přidané hodnoty.

## **Tvorba EVA entity v období 2005 – 2006**

V roce 2006 podnik opět tvořil kladnou ekonomickou přidanou hodnotu. Oproti předchozímu roku vzrostla hodnota o téměř 56 mil. Kč. Nejvýznamnějším faktorem působícím na tento nárůst je razantní pokles nákladů na vlastní kapitál z 20% na 8%, způsobený zvýšením celkové likvidity. I přes snížení podílu VK na celkovém kapitálu a zvýšení nákladů cizího kapitálu poklesly také WACC (o více než polovinu). Vyšší tvorbě ekonomické přidané hodnoty bránil velký pokles zisku z operativní činnosti vlivem úprav na ekonomický model a další zvýšení aktiv. Negativně se projevil i nárůst absolutních nákladů na úročený cizí kapitál, způsobený zvýšením poměru D/C a současným zvýšením  $r_d$ .

### **3 ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ PROVEDENÉ ANALÝZY**

Analýza finanční výkonnosti podniku AL INVEST Břidličná, a.s. byla provedena jak standardními tak moderními metodami. Výsledky jednotlivých metod nejsou jednoznačné a směřují k různým závěrům.

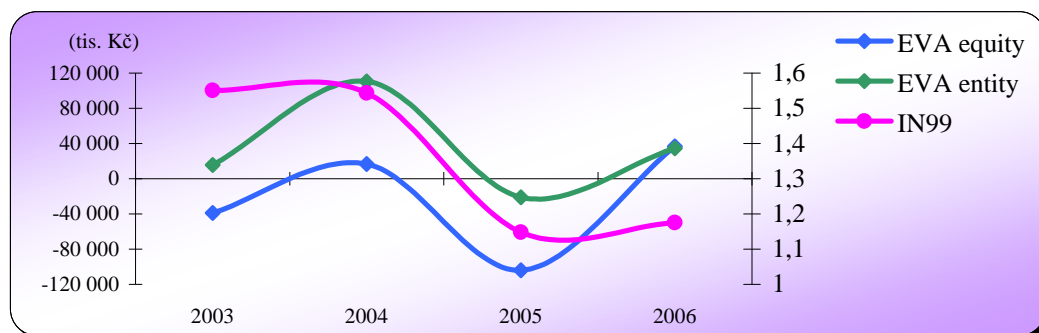
#### **Zhodnocení výsledků poměrové analýzy a indexů IN**

Ukazatele rentability jsou ve sledovaném období značně rozkolísané, což je důsledkem ziskových výkyvů a změn základního kapitálu. Dobrou zprávou pro investory je skutečnost, že rentabilita vlastního kapitálu je vždy vyšší než rentabilita aktiv, je tedy vhodné využívat cizí kapitál. Negativním jevem je nízká rentabilita tržeb a především její klesající trend. Z pohledu analýzy aktivity dosahuje společnost průměrných hodnot. Ve snaze snížit náklady související s úročeným dodavatelským úvěrem zkracuje firma délku poskytované platební podmínky a tím dobu obratu závazků. Likvidita se jeví jako slabá stránka společnosti, neboť kromě roku 2006 nedosahuje doporučených hodnot. Tato domněnka je způsobena nízkou vypovídací schopností ukazatelů likvidity, protože data jsou získána ze stavů na konci roku. Společnost ve skutečnosti nemá problémy s likviditou či solventností, neboť operativně řídí volné peněžní prostředky a ostatní oběžná aktiva. S nízkou likviditou souvisí vysoká zadluženost. Celkový vývoj zadluženosti lze shledat jako nepříznivý. Alarmující je velké zadlužení vlastního kapitálu zejména v posledním roce, které je důsledkem snížení základního kapitálu. Pouze ukazatel úrokového krytí vypovídá o schopnosti podniku vytvořit dostatek finančních prostředků na pokrytí nákladových úroků. Tato skutečnost dokazuje, že vyšší zadluženost má pozitivní vliv na dosažení dobrých hospodářských výsledků.

Výsledky indexů IN jsou rozporuplné. Bankrotní model IN95 potvrdil skutečnost, že podnik je schopen bezproblémově platit své závazky ve všech sledovaných letech. Jeví se jako finančně zdravý a stabilní. Bonitní model IN99, který by měl korelovat s tvorbou ekonomické přidané hodnoty, nedosáhl v žádném roce doporučené hodnoty. Podnik se podle něj nachází v tzv. šedé zóně, kdy není jasná tvorba či ztráta hodnoty pro vlastníka. Porovnání indexu IN99 s tvorbou EVA znázorňuje následující graf 3.1. Přestože výsledky indexu IN99 nevypovídají jednoznačně o tvorbě hodnoty, tak kromě roku 2003 je průběh IN99 obdobný

jako průběh ukazatelů EVA. Při zjednodušení je tedy možné s 85% úspěšností odhadnout pravděpodobný vývoj tvorby hodnoty podle tohoto bonitního modelu.

Graf 3.1: Průběh IN99, EVA equity a EVA entity



Posledním hodnoceným modelem z běžných metod je index IN01. Obdobně jako index IN99 nedosahuje v žádném sledovaném roce doporučené hodnoty a řadí podnik do šedé zóny.

## Komparace přístupů EVA equity a EVA entity

Pro výpočet ekonomické přidané hodnoty byly použity dva základní přístupy výpočtu: EVA equity a EVA entity. Oba výpočty by teoreticky měly vést ke stejnému výsledku, ale v důsledku různých postupů výpočtu a jiných okolností vznikají při praktickém použití odlišnosti. Je důležité si uvědomit, že ukazatel EVA equity vypovídá o tvorbě hodnoty za použití pouze vlastního kapitálu a je to tzv. účetní model, zatím co ukazatel EVA entity zohledňuje celý kapitál a představuje ekonomický model. Rozdílné výsledky vznikají především tím, že přístup EVA equity vychází z neupravených účetních veličin, proto je vhodné takto získané hodnoty brát pouze orientačně. Při výpočtu EVA entity je třeba provést řadu úprav aktiv a výsledku hospodaření. Posoudit důležitost jednotlivých úprav záleží pouze na subjektivním pohledu analytika, proto se výsledky v rámci jednoho podniku a jednoho přístupu mohou lišit. Z toho vyplývá, že základem k posouzení výkonnosti podniku není pouze samotný výsledek výpočtu ekonomické přidané hodnoty, ale její dlouhodobější trend.

Následující tabulka zobrazuje výsledky výpočtu ekonomické přidané hodnoty obou přístupů. Na první pohled se hodnoty v jednotlivých letech zdají zcela odlišné, ale při pohledu na graf 3.1 v předchozí části lze vidět souměrnost v jejich vývoji. Pouze v roce 2006 se hodnoty obou přístupů přibližují. Zřejmě je to dáno prováděním úprav na ekonomický model v předchozích letech, kdy postupně dochází k relativní stabilitě. Např. aktivace nákladů s předpokládaným dlouhodobým účinkem a zařazení majetku pořízeného formou leasingu má

dlouhodobější dopad na úpravy aktiv a výsledku hospodaření. Jednotlivé úpravy jsou provedeny až od roku 2003, tzn. úpravy teoreticky vzniklé v předchozích letech nejsou do NOA a NOPAT promítnuté.

Tab. 3.1: Srovnání ukazatelů EVA equity a EVA entity

	2003	2004	2005	2006
<b>EVA equity</b>	<b>-38 862</b>	<b>16 662</b>	<b>-104 092</b>	<b>36 720</b>
<b>EVA entity</b>	<b>15 575</b>	<b>110 418</b>	<b>-21 144</b>	<b>34 552</b>

Z hlediska přístupu EVA entity, který je přesnější a lépe odpovídá realitě, lze podnik hodnotit pozitivně kromě roku 2002 a 2005. Podnik splňuje ziskové očekávání vlastníků v podobě tvorby ekonomického zisku. V roce 2002 byl podnik zařazen podle MPO do IV. kategorie mezi podniky se záporným vlastním kapitálem. Kolísavý průběh ukazatele EVA je hodně ovlivněn změnami ve společnosti, např. fúzí v roce 2006 a změnami základního kapitálu.



# ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo zhodnocení finanční výkonnosti společnosti AL INVEST Břidličná, a.s. pomocí vybraných standardních metod a pomocí ekonomické přidané hodnoty. Analýza společnosti byla provedena za období 2002 až 2006. Moderní metoda EVA se stále více prosazuje i v podmínkách ČR a jeví se jako velice perspektivní. Společnost AL INVEST Břidličná, a.s. v současnosti nepoužívá hodnocení výkonnosti podle metody EVA, proto tato diplomová práce může sloužit jako podnět k úvaze nad jejím zavedením.

Poměrně silnou stránkou podniku je neustálé zvyšování tržeb díky upevňování pozice na dnešním vysoce konkurenčním trhu. Na druhou stranu je hospodaření firmy ovlivněno vnějšími makroekonomickými veličinami, které vedou ke zvyšování nákladů na produkci. Jde zejména o zatížení dovozu primární suroviny z Ruska dovozním clem ve výši 6% od roku 2004. Z těchto důvodů se přidaná hodnota ubírá opačným směrem než tržby a vede tak ke snižování hospodářských výsledků. Mezi slabé stránky firmy patří nízká likvidita a vysoká zadluženost.

Provedený pyramidální rozklad je důkazem, že standardní a moderní metody hodnocení výkonnosti se vzájemně doplňují, a proto by se nemělo spoléhat pouze na jednu z nich. Je zřejmé, že zlepšování některých ukazatelů standardních metod finanční analýzy vede ke zvýšení ekonomické přidané hodnoty. Výsledky provedené analýzy jsou východiskem pro stanovení následujících doporučení, podle kterých by mohla společnost zvyšovat tvorbu ekonomické přidané hodnoty.

- Udržovat hodnotu běžné likvidity alespoň na úrovni průměrné běžné likvidity průmyslu. Její vyšší hodnota povede ke snížení nákladů na vlastní kapitál prostřednictvím nižší rizikové přírážky za finanční stabilitu.
- Optimalizovat zadluženost, tj. udržovat ji maximálně na úrovni, která ještě vede ke zvýšení rentability.
- Zvýšit přidanou hodnotu, tzn. ziskovou marži. Dosahování nízké přidané hodnoty vedlo k podprůměrné rentabilitě tržeb a téměř každoročně se nejvíce podílelo na snižování ukazatele EVA.
- Vzhledem k rostoucí tendenci podílu cizích zdrojů na celkovém kapitálu, je zapotřebí snižovat jejich náklady výběrem zdrojů financování s výhodnějšími platebními podmínkami.

Podnik nejenže dosahuje vysokého účetního zisku, ale zároveň produkuje ekonomický zisk a tvoří tak hodnotu pro své vlastníky. Z hlediska ukazatele EVA entity podnik v roce 2003 vytvořil hodnotu ve výši 15 575 tis. Kč, v roce 2004 ve výši 110 418 tis. Kč, v roce 2005 podnik hodnotu snížil o 21 144 tis. Kč a v roce 2006 opět tvořil kladnou hodnotu ve výši 34 552 tis. Kč. Celkovou situaci podniku z pohledu vývoje lze tedy hodnotit jako příznivou. Hodnoty ukazatele EVA sice vykazují kolísavý trend, ale období čtyř roků je moc krátké na negativní hodnocení. K přesnějšímu posouzení finanční situace podniku by bylo vhodné sledovat další vývoj finanční výkonnosti podniku pomocí metody EVA. Další možností je provádění odhadů budoucího vývoje ekonomické přidané hodnoty, na základě kterých lze předejít neočekávanému negativnímu vývoji zlepšením klíčových ukazatelů. V každém případě se jedná o prosperující a známou firmu, která se v následujících letech nemusí bát o své finanční zdraví.

## Seznam použité literatury a zdrojů

- DLUHOŠOVÁ, D.: *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2006. 192 s. ISBN 80-86119-58-0.
- DLUHOŠOVÁ, D. a kolektiv: *Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování*. Ostrava: VŠB – Technická univerzita Ostrava, 2004. 640 s. ISBN 80-248-0669-X.
- GRÜNWALD, R., HOLEČKOVÁ, J.: *Finanční analýza a plánování podniku*. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2007. 320 s. ISBN: 978-80-86929-26-2.
- KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*. Přepřacované a doplněné vydání. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- MAŘÍK, M.: *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P.: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku (EVA, MVA, CF ROI)*. Přepřacované a rozšířené vydání. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- NEUMAIER, I., NEUMAIEROVÁ, I.: *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.
- PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A.: *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: LINDE, 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7.
- SEDLÁČEK, J.: *Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy*. 2. vyd. Praha: Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8.
- STEWART, G. B.: *The Quest for Value*. New York: HarperBusiness, 1991. ISBN 0-88730-418-4.

## Internetové zdroje

[www.alinvest.cz](http://www.alinvest.cz)

[www.mpo.cz](http://www.mpo.cz)

[www.czso.cz](http://www.czso.cz)

## Seznam použitých zkratek

A	aktiva	O	obligace
APM	arbitrážní model oceňování	OA	oběžná aktiva
BU	bankovní úvěry	ODP	odpisy
C	celkový kapitál	OKEČ	Odvětvová klasifikace ekonomických činností
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv	ON	osobní náklady
CL	hodnota předmětu leasingu	OP	opravné položky
CP	cenné papíry	osN	ostatní náklady
CZ	cizí zdroje	osV	ostatní výnosy
ČR	Česká Republika	PH	přidaná hodnota
ČRO	časové rozlišení	R	diskrétní výnos
D	úročený cizí kapitál	$r_d$	náklady na úročený cizí kapitál
DCF	diskontované peněžní toky	$r_e$	náklady na vlastní kapitál
DFM	dlouhodobý finanční majetek	$r_f$	bezriziková úroková míra
DHM	dlouhodobý hmotný majetek	$r_{finstab}$	riziková přírážka za finanční stabilitu
DIV	hodnota dividend	$r_{finstr}$	riziková přírážka za finanční strukturu
DM	dlouhodobý majetek	$r_{podnik}$	riziková přírážka za podnikatelské riziko
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek	ROA	rentabilita aktiv
DO	doba obratu	ROC	výnosnost investovaného kapitálu
E	vlastní kapitál	ROE	rentabilita vlastního kapitálu
$E(r_e)$	očekávaný výnos vlastního kapitálu	ROS	rentabilita tržeb
$E(r_m)$	očekávaný výnos tržního portfolia	t	sazba daně z příjmů
EAT	čistý zisk	T	tržby
EBIT	zisk před úroky a zdaněním	Ú	nákladové úroky
EBT	zisk před zdaněním	UZ	úplatné zdroje
EVA	ekonomická přidaná hodnota	V1-V6	váhy ukazatelů
GAAP	Všeobecně uznávané účetní zásady	VH	výsledek hospodaření
HM	hmotný majetek	VK	vlastní kapitál
IAS	Mezinárodní účetní standardy	VZZ	výkaz zisků a ztrát
$i_L$	implicitní úroková míra leasingu	WACC	vážené průměrné náklady kapitálu
KBÚ	krátkodobé bankovní úvěry	$WACC_U$	vážené průměrné náklady kapitálu nezadlužené firmy
KFM	krátkodobý finanční majetek	ZC	zůstatková cena
koef.	koeficient	ZPL	závazky po lhůtě splatnosti
KZ	krátkodobé závazky		
KZÚ	krátkodobé závazky úročené		
L1	okamžitá likvidita		
L2	pohotová likvidita		
L3	běžná (celková) likvidita		
$LP_t$	leasingová platba v období t		
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu		
MVA	tržní přidaná hodnota		
n	doba pronájmu		
N	náklady		
NOA	čistá operativní aktiva		
NOPAT	zisk z operativní činnosti po zdanění		

## **Prohlášení o využití výsledků diplomové práce**

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo,
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně ke své vnitřní potřebě diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3),
- souhlasím s tím, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že údaje o diplomové práci, obsažené v Záznamu o závěrečné práci, umístěném v příloze mé diplomové práce, budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO,
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona,
- bylo sjednáno, že užít své dílo – diplomovou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 18.4.2008

.....  
Iveta Koňářová

Adresa trvalého pobytu studenta:

Hornoměstská 22, 795 01 Rýmařov, ČR

## Seznam tabulek

- Tab. 1.1: Stanovení rizikové přírážky  $r_{LA}$
- Tab. 1.2: Stanovení rizikové přírážky  $r_{podnik}$
- Tab. 1.3: Stanovení rizikové přírážky  $r_{finstab}$
- Tab. 2.1: Základní ekonomické parametry
- Tab. 2.2: Počet zaměstnanců a mzdové náklady
- Tab. 2.3: Ukazatele rentability
- Tab. 2.4: Ukazatele aktivity
- Tab. 2.5: Ukazatele likvidity
- Tab. 2.6: Ukazatele zadluženosti
- Tab. 2.7: Indexy IN
- Tab. 2.8: Přehled rizikových sazeb a výpočet  $r_e$
- Tab. 2.9: Výpočet EVA equity
- Tab. 2.10: Přírůstky / úbytky EVA-equity
- Tab. 2.11: Faktory ovlivňující EVA pozitivně (2003/2004)
- Tab. 2.12: Faktory ovlivňující EVA negativně (2003/2004)
- Tab. 2.13: Faktory ovlivňující EVA pozitivně (2004/2005)
- Tab. 2.14: Faktory ovlivňující EVA negativně (2004/2005)
- Tab. 2.15: Faktory ovlivňující EVA pozitivně (2005/2006)
- Tab. 2.16: Faktory ovlivňující EVA negativně (2005/2006)
- Tab. 2.17: Nedokončené investice
- Tab. 2.18: Mimořádné výnosy a náklady
- Tab. 2.19: Aktivace finančního leasingu
- Tab. 2.20: Aktivace nákladů na výzkum a vývoj
- Tab. 2.21: Aktivace nákladů na vzdělání a výchovu pracovníků
- Tab. 2.22: Aktivace nákladů na marketing
- Tab. 2.23: Opravné položky na pohledávky a zásoby
- Tab. 2.24: Rezervy na opravy hmotného majetku
- Tab. 2.25: Krátkodobě, explicitně neúročené závazky
- Tab. 2.26: Výpočet NOA
- Tab. 2.27: Neobvyklé zisky a ztráty
- Tab. 2.28: Výpočet NOPAT
- Tab. 2.29: Struktura celkového kapitálu
- Tab. 2.30: Náklady na bankovní úvěry a úročené krátkodobé závazky z obchodních vztahů
- Tab. 2.31: Náklady na leasing
- Tab. 2.32: Náklady cizího kapitálu -  $r_d$
- Tab. 2.33: Výpočet WACC
- Tab. 2.34: Výpočet EVA entity
- Tab. 3.1: Srovnání ukazatelů EVA equity a EVA entity

## Seznam schémat

Schéma 1.1: Rozklad ukazatele EVA

Schéma 1.2: Dopady úprav pro výpočet ukazatele EVA do aktiv

Schéma 1.3: Dopady úprav pro výpočet ukazatele EVA do pasiv

Schéma 1.4: Úprava výsledku hospodaření z běžné činnosti

Schéma 1.5: Úprava provozního výsledku hospodaření

Schéma 1.6: Pyramidový rozklad ukazatele EVA-equity

Schéma 2.1: Organizační struktura společnosti AL INVEST Břidličná, a.s.

## Seznam grafů

Graf 2.1: Rozdělení EBIT

Graf 2.2: Věková struktura zaměstnanců k 31.12.2007

Graf 2.3: Vývoj ukazatelů rentability

Graf 2.4: Vývoj ukazatelů aktivity

Graf 2.5: Vývoj ukazatelů likvidity

Graf 2.6: Vývoj ukazatelů zadluženosti

Graf 2.7: IN indexy a jejich doporučené hodnoty

Graf 2.8: Struktura  $r_e$

Graf 2.9: Vývoj ukazatele EVA equity

Graf 2.10: Vliv faktorů na EVA v roce 2004

Graf 2.11: Vliv faktorů na EVA v roce 2005

Graf 2.12: Vliv faktorů na EVA v roce 2005

Graf 2.13: Vývoj nákladů  $r_d$ ,  $r_e$  a WACC

Graf 2.14: Vývoj ukazatele EVA entity

Graf 3.1: Průběh IN99, EVA equity a EVA entity

## Seznam příloh

Příloha č. 1: Rozvaha společnosti AL INVEST Břidličná, a.s. v letech 2002 - 2006

Příloha č. 2: Výkaz zisků a ztrát společnosti AL INVEST Břidličná, a.s. v letech 2002 - 2003

Příloha č. 3: Výpočet ukazatelů rentability

Příloha č. 4: Výpočet ukazatelů aktivity

Příloha č. 5: Výpočet ukazatelů likvidity

Příloha č. 6: Výpočet ukazatelů zadluženosti

Příloha č. 7: Výpočet indexů IN

Příloha č. 8: Výpočet nákladů vlastního kapitálu  $r_e$

Příloha č. 9: Finanční leasing

Příloha č. 10: Aktivované náklady s dlouhodobými účinky

Příloha č. 11: Tiché rezervy

Příloha č. 12: Neobvyklé ztráty a zisky

Příloha č. 13: Tvorba EVA equity v období 2003 - 2004

Příloha č. 14: Tvorba EVA equity v období 2004 - 2005

Příloha č. 15: Tvorba EVA equity v období 2005 - 2006



Příloha č. 1: Rozvaha společnosti AL INVEST Břidličná, a.s. v letech 2002 - 2006

Ozn.	AKTIVA v tis. Kč	2002	2003	2004	2005	2006
	<b>Aktiva celkem</b>	<b>1 680 519</b>	<b>1 701 795</b>	<b>1 992 955</b>	<b>2 437 900</b>	<b>2 650 659</b>
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>647 867</b>	<b>754 884</b>	<b>946 849</b>	<b>1 102 268</b>	<b>1 155 042</b>
<b>B.I.</b>	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>28 610</b>	<b>25 045</b>	<b>21 136</b>	<b>28 848</b>	<b>28 651</b>
B.I.1.	Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0
B.I.2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	71	34	0	0	0
B.I.3.	Software	28 452	24 609	20 720	18 088	14 844
B.I.4.	Ocenitelná práva	87	402	266	171	134
B.I.5.	Goodwill	0	0	0	0	0
B.I.6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	10 589	13 673
B.I.8.	Poskytnuté zálohy na DNM	0	0	150	0	0
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>619 097</b>	<b>726 458</b>	<b>919 832</b>	<b>1 067 539</b>	<b>1 120 510</b>
B.II.1.	Pozemky	33 868	33 633	33 597	33 630	33 630
B.II.2.	Stavby	479 483	464 308	460 732	467 510	466 347
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory m. v.	459 565	545 515	678 480	726 121	866 681
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	167	167	167	167	167
B.II.7.	Nedokončený DHM	16 683	32 605	71 923	135 976	22 748
B.II.8.	Poskytnuté zálohy na DHM	16 012	9 125	6 043	7 460	6 477
B.II.9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	-386 681	-358 895	-331 110	-303 325	-275 540
<b>B.III.</b>	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>160</b>	<b>3 381</b>	<b>5 881</b>	<b>5 881</b>	<b>5 881</b>
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	160	3 381	5 881	5 881	5 881
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>1 016 761</b>	<b>935 502</b>	<b>1 039 904</b>	<b>1 326 508</b>	<b>1 486 421</b>
<b>C.I.</b>	<b>Zásoby</b>	<b>523 973</b>	<b>477 594</b>	<b>526 313</b>	<b>649 181</b>	<b>751 510</b>
C.I.1.	Materiál	189 062	175 076	193 170	223 986	251 406
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	282 250	239 321	262 285	312 710	360 383
C.I.3.	Výrobky	51 563	59 577	66 841	112 485	139 721
C.I.5.	Zboží	1	892	3 875	0	0
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	1 097	2 728	142	0	0
<b>C.II.</b>	<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2 059</b>	<b>0</b>
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
C.II.5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	2 059	0
<b>C.III.</b>	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>452 978</b>	<b>446 192</b>	<b>494 652</b>	<b>645 253</b>	<b>693 449</b>
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	383 768	389 987	423 807	575 262	620 391
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	47 436	41 222	45 130	58 789	55 658
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	8 669	10 535	12 864	2 470	2 854
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	12 904	4 252	10 650	8 425	5 158
C.III.9.	Jiné pohledávky	201	196	2 201	307	9 388
<b>C.IV.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>39 810</b>	<b>11 716</b>	<b>18 939</b>	<b>30 015</b>	<b>41 462</b>
C.IV.1.	Peníze	803	894	940	776	912
C.IV.2.	Účty v bankách	13 353	10 822	17 999	29 239	40 550
C.IV.3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	25 654	0	0	0	0
<b>D.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>15 891</b>	<b>11 409</b>	<b>6 202</b>	<b>9 124</b>	<b>9 196</b>
D.I.1.	Náklady příštích období	15 891	11 409	6 202	9 124	9 196
D.I.3.	Příjmy příštích období	0	0	0	0	0

Ozn.	PASIVA v tis. Kč	2002	2003	2004	2005	2006
	<b>Pasiva celkem</b>	<b>1 680 524</b>	<b>1 701 795</b>	<b>1 992 955</b>	<b>2 437 900</b>	<b>2 650 659</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>-68 928</b>	<b>761 195</b>	<b>920 449</b>	<b>992 765</b>	<b>468 691</b>
<b>A.I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	<b>1 000</b>	<b>701 000</b>	<b>701 000</b>	<b>701 000</b>	<b>265 000</b>
A.I.1.	Základní kapitál	1 000	701 000	701 000	701 000	265 000
A.I.2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0	0	0	0	0
<b>A.II.</b>	<b>Kapitálové fondy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>A.III.</b>	<b>Fondy ze zisku</b>	<b>0</b>	<b>3 225</b>	<b>9 731</b>	<b>17 844</b>	<b>0</b>
A.III.1.	Zákonný rezervní fond / nedělitelný fond	0	3 225	9 731	17 844	0
A.III.2.	Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0
<b>A.IV.</b>	<b>VH minulých let</b>	<b>-86 051</b>	<b>-73 153</b>	<b>47 464</b>	<b>177 071</b>	<b>129 551</b>
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	0	0	47 464	177 071	134 922
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let	-86 051	-73 153	0	0	-5 371
<b>A.V.</b>	<b>VH běžného účetního období</b>	<b>16 123</b>	<b>130 123</b>	<b>162 254</b>	<b>96 850</b>	<b>74 140</b>
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>1 749 452</b>	<b>940 590</b>	<b>1 072 506</b>	<b>1 445 135</b>	<b>2 181 968</b>
<b>B.I.</b>	<b>Rezervy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1 790</b>	<b>6 849</b>	<b>23 199</b>
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních předpisů	0	0	0	6 624	19 526
B.I.3.	Rezerva na daň z příjmů	0	0	1 790	225	3 673
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>650 000</b>	<b>20 625</b>	<b>64 224</b>	<b>96 496</b>	<b>117 462</b>
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
B.II.2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	650 000	0	0	0	0
B.II.10.	Odložený daňový závazek	0	20 625	64 224	96 496	117 462
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>1 099 452</b>	<b>775 465</b>	<b>524 631</b>	<b>704 073</b>	<b>403 973</b>
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	768 443	642 165	448 087	612 721	304 120
B.III.2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	263 950	58 290	0	0	0
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	21 211	18 911	18 849	18 199	17 655
B.III.6.	Závazky ze soc. zab.a zdrav. pojištění	10 656	9 894	10 687	9 539	9 360
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	3 934	3 407	3 100	15 616	16 720
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	12 404	4 851	975	3 750	3 620
B.III.9.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	18 589	37 643	42 700	44 248	52 498
B.III.11.	Jiné závazky	265	304	233	0	0
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>0</b>	<b>144 500</b>	<b>481 861</b>	<b>637 717</b>	<b>1 637 334</b>
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	103 364	90 896	1 566 519
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	0	144 500	378 497	546 821	70 815
B.IV.3.	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
<b>C.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
C.I.1.	Výdaje příštích období	0	0	0	0	0
C.I.2.	Výnosy příštích období	0	10	0	0	0

Příloha č. 2: Výkaz zisků a ztrát společnosti AL INVEST Břidličná, a.s. v letech 2002 - 2003

Ozn.	Položka v tis. Kč	2002	2003	2004	2005	2006
I.	Tržby za prodej zboží	2 459	21 000	14 306	26 070	56
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	1 954	21 058	14 308	25 959	49
+	<b>Obchodní marže</b>	<b>505</b>	<b>-58</b>	<b>-2</b>	<b>111</b>	<b>7</b>
II.	Výkony	3 452 632	3 459 177	3 956 807	4 120 148	4 542 958
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	3 390 649	3 474 406	3 893 943	3 993 866	4 439 281
II.2.	Změna stavu vnitrop. zásob vlastní výroby	37 060	-42 611	31 515	95 558	74 071
II.3.	Aktivace	24 923	27 382	31 349	30 724	29 606
B.	Výkonová spotřeba	2 864 392	2 769 032	3 162 008	3 409 828	3 852 322
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	2 649 470	2 562 718	2 941 634	3 200 766	3 642 410
B.2.	Služby	214 922	206 314	220 374	209 062	209 912
+	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>588 745</b>	<b>690 087</b>	<b>794 797</b>	<b>710 431</b>	<b>690 643</b>
C.	Osobní náklady	381 510	391 339	425 899	396 326	375 537
C.1.	Mzdové náklady	277 962	285 820	310 669	290 728	275 321
C.2.	Odměny členům orgánů spol. a družstva	6 722	5 994	3 488	552	1 764
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení	95 380	97 008	108 062	100 764	94 519
C.4.	Sociální náklady	1 446	2 517	3 680	4 282	3 933
D.	Daně a poplatky	46 280	1 929	1 777	1 576	1 826
E.	Odpisy DNM a DHM	93 633	97 794	87 109	102 290	118 734
III.	Tržby z prodeje majetku a materiálu	36 342	28 444	32 110	27 615	50 383
F.	ZC prodaného majetku a materiálu	32 914	24 504	27 750	26 546	31 603
G.	Tvorba rezerv a časového rozlišení prov. N	-62 895	-2 742	2 422	12 566	10 086
IV.	Ostatní provozní výnosy	21 005	25 616	30 072	41 452	47 788
H.	Ostatní provozní náklady	26 703	9 846	42 190	52 072	67 052
*	<b>Provozní VH</b>	<b>127 947</b>	<b>221 477</b>	<b>269 832</b>	<b>188 122</b>	<b>183 976</b>
IX.	Výnosy z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	9 243
L.	Náklady z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	198
M.	Změna stavu rezerv a OP ve fin. oblasti	725	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	1 863	180	72	41	49
N.	Nákladové úroky	83 159	55 173	41 127	41 598	72 525
XI.	Ostatní finanční výnosy	61 940	42 327	52 088	49 144	52 995
O.	Ostatní finanční náklady	92 715	65 153	72 700	67 110	74 769
*	<b>Finanční VH</b>	<b>-111 346</b>	<b>-77 819</b>	<b>-61 667</b>	<b>-59 523</b>	<b>-85 205</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	0	20 625	45 870	31 937	24 648
Q.1.	splatná	0	0	2 271	-335	3 682
Q.2.	odložená	0	20 625	43 599	32 272	20 966
**	<b>VH za běžnou činnost</b>	<b>16 601</b>	<b>123 033</b>	<b>162 295</b>	<b>96 662</b>	<b>74 123</b>
XIII.	Mimořádné výnosy	19	7 878	35	190	23
R.	Mimořádné náklady	497	788	76	2	6
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
*	<b>Mimořádný VH</b>	<b>-478</b>	<b>7 090</b>	<b>-41</b>	<b>188</b>	<b>17</b>
***	<b>VH za účetní období</b>	<b>16 123</b>	<b>130 123</b>	<b>162 254</b>	<b>96 850</b>	<b>74 140</b>
****	<b>VH před zdaněním</b>	<b>16 123</b>	<b>150 748</b>	<b>208 124</b>	<b>128 787</b>	<b>98 788</b>

VH za účetní období <b>EAT</b>	16 123	130 123	162 254	96 850	74 140
Daň z příjmů	0	20 625	45 870	31 937	24 648
VH před zdaněním <b>EBT</b>	16 123	150 748	208 124	128 787	98 788
Nákladové úroky	83 159	55 173	41 127	41 598	72 525
VH před úroky a zdaněním <b>EBIT</b>	99 282	205 921	249 251	170 385	171 313

### Příloha č. 3: Výpočet ukazatelů rentability

#### Rentabilita celkových aktiv (ROA)

vzorec (1):  $EBIT / \text{celková aktiva}$

	2002	2003	2004	2005	2006
EBIT	99 282	205 921	249 251	170 385	171 313
Aktiva	1 680 524	1 701 795	1 992 955	2 437 900	2 650 659
ROA	5,9%	12,1%	12,5%	7,0%	6,5%

#### Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

vzorec (2):  $EAT / \text{vlastní kapitál}$

	2002	2003	2004	2005	2006
EBIT	99 282	205 921	249 251	170 385	171 313
EAT	16 123	130 123	162 254	96 850	74 140
ROE	-23,4%	17,1%	17,6%	9,8%	15,8%

#### Rentabilita tržeb (ROS)

vzorec (3):  $EAT / \text{tržby za prodej vlastních výrobků a služeb}$

	2002	2003	2004	2005	2006
EBIT	99 282	205 921	249 251	170 385	171 313
Tržby	3 390 649	3 474 406	3 893 943	3 993 866	4 439 281
ROS	0,5%	3,7%	4,2%	2,4%	1,7%

#### Příloha č. 4: Výpočet ukazatelů aktivity

##### Doba obratu stálých aktiv

vzorec (4): *stálá aktiva / (roční tržby/360)*

	2002	2003	2004	2005	2006
Stálá aktiva	647 872	754 884	946 849	1 102 268	1 155 042
Roční tržby	3 390 649	3 474 406	3 893 943	3 993 866	4 439 281
DO SA	69	78	88	99	94

##### Doba obratu zásob

vzorec (5): *zásoby / (roční tržby/360)*

	2002	2003	2004	2005	2006
Zásoby	523 973	477 594	526 313	649 181	751 510
Roční tržby	3 390 649	3 474 406	3 893 943	3 993 866	4 439 281
DO zásob	56	49	49	59	61

##### Doba obratu pohledávek

vzorec (6): *krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů / (roční tržby/360)*

	2002	2003	2004	2005	2006
Pohledávky	383 768	389 987	423 807	575 262	620 391
Roční tržby	3 390 649	3 474 406	3 893 943	3 993 866	4 439 281
DO pohledávek	41	40	39	52	50

##### Doba obratu závazků

vzorec (7): *krátkodobé závazky z obchodních vztahů / (roční tržby/360)*

	2002	2003	2004	2005	2006
Závazky	768 443	642 165	448 087	612 721	304 120
Roční tržby	3 390 649	3 474 406	3 893 943	3 993 866	4 439 281
DO závazků	82	67	41	55	25

## Příloha č. 5: Výpočet ukazatelů likvidity

### Běžná likvidita (L3)

vzorec (8):  $(\text{zásoby} + \text{krátkodobé pohledávky} + \text{krátkodobý finanční majetek}) /$   
 $(\text{krátkodobé závazky} + \text{krátkodobé bankovní úvěry})$

	2002	2003	2004	2005	2006
Zásoby	523 973	477 594	526 313	649 181	751 510
Kr. pohledávky	452 978	446 192	494 652	645 253	693 449
Finanční majetek	39 810	11 716	18 939	30 015	41 462
Kr. závazky	1 099 452	775 465	524 631	704 073	403 973
Kr. bankovní úvěry	0	144 500	378 497	546 821	70 815
L3	0,92	1,02	1,15	1,06	3,13

### Pohotovná likvidita (L2)

vzorec (9):  $(\text{krátkodobé pohledávky} + \text{krátkodobý finanční majetek}) /$   
 $(\text{krátkodobé závazky} + \text{krátkodobé bankovní úvěry})$

	2002	2003	2004	2005	2006
Kr. pohledávky	452 978	446 192	494 652	645 253	693 449
Finanční majetek	39 810	11 716	18 939	30 015	41 462
Kr. závazky	1 099 452	775 465	524 631	704 073	403 973
Kr. bankovní úvěry	0	144 500	378 497	546 821	70 815
L2	0,45	0,50	0,57	0,54	1,55

### Okamžitá likvidita (L1)

vzorec (10):  $\text{krátkodobý finanční majetek} /$   
 $(\text{krátkodobé závazky} + \text{krátkodobé bankovní úvěry})$

	2002	2003	2004	2005	2006
Finanční majetek	39 810	11 716	18 939	30 015	41 462
Kr. závazky	1 099 452	775 465	524 631	704 073	403 973
Kr. bankovní úvěry	0	144 500	378 497	546 821	70 815
L1	0,04	0,01	0,02	0,02	0,09

## Příloha č. 6: Výpočet ukazatelů zadluženosti

### Celková zadluženost

vzorec (11): *cizí zdroje / aktiva*

	2002	2003	2004	2005	2006
Cizí zdroje	1 749 452	940 590	1 072 506	1 445 135	2 181 968
Aktiva	1 680 524	1 701 795	1 992 955	2 437 900	2 650 659
Celková zadluženost	104,1%	55,3%	53,8%	59,3%	82,3%

### Finanční nezávislost

vzorec (12): *vlastní kapitál / aktiva*

	2002	2003	2004	2005	2006
Vlastní kapitál	-68 928	761 195	920 449	992 765	468 691
Aktiva	1 680 524	1 701 795	1 992 955	2 437 900	2 650 659
Finanční nezávislost	-4,1%	44,7%	46,2%	40,7%	17,7%

### Zadluženost vlastního kapitálu

vzorec (13): *cizí zdroje / vlastní kapitál*

	2002	2003	2004	2005	2006
Cizí zdroje	1 749 452	940 590	1 072 506	1 445 135	2 181 968
Vlastní kapitál	-68 928	761 195	920 449	992 765	468 691
Zadluženost VK	-2538,1%	123,6%	116,5%	145,6%	465,5%

### Ukazatel úrokového krytí

vzorec (14): *EBIT / nákladové úroky*

	2002	2003	2004	2005	2006
EBIT	99 282	205 921	249 251	170 385	171 313
Nákladové úroky	83 159	55 173	41 127	41 598	72 525
Úrokové krytí	1,2	3,7	6,1	4,1	2,4

## Příloha č. 7: Výpočet indexů IN

### Index IN95

vzorec (15):

$$IN95 = 0,24 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,11 \cdot \frac{EBIT}{\dot{U}} + 10,55 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,46 \cdot \frac{T}{A} + 0,10 \cdot \frac{OA}{KZ + KB\dot{U}} + 9,74 \cdot \frac{ZPL}{T}$$

	koef.	2002	2003	2004	2005	2006
A / CZ	0,24	0,961	1,809	1,858	1,687	1,215
EBIT / $\dot{U}$	0,11	1,194	3,732	6,061	4,096	2,362
EBIT / A	10,55	0,059	0,121	0,125	0,070	0,065
T / A	0,46	2,018	2,042	1,954	1,638	1,675
OA / (KZ+KB $\dot{U}$ )	0,10	0,925	1,017	1,151	1,059	3,131
ZPL / V $\dot{Y}N$	9,74	0	0	0	0	0
IN95		2,01	3,16	3,45	2,45	2,32

### Index IN99

vzorec (16):  $IN99 = -0,017 \cdot \frac{A}{CZ} + 4,573 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,481 \cdot \frac{V}{A} + 0,015 \cdot \frac{OA}{KZ + KB\dot{U}}$

	koef.	2002	2003	2004	2005	2006
A / CZ	-0,017	0,961	1,809	1,858	1,687	1,215
EBIT / A	4,573	0,059	0,121	0,125	0,070	0,065
V / A	0,481	2,128	2,106	2,050	1,749	1,774
OA / (KZ+KB $\dot{U}$ )	0,015	0,925	1,017	1,151	1,059	3,131
IN99		1,29	1,55	1,54	1,15	1,18

### Index IN01

vzorec (17):  $IN01 = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{\dot{U}} + 3,92 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{V}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ + KB\dot{U}}$

	koef.	2002	2003	2004	2005	2006
A / CZ	0,13	0,961	1,809	1,858	1,687	1,215
EBIT / $\dot{U}$	0,04	1,194	3,732	6,061	4,096	2,362
EBIT / A	3,92	0,059	0,121	0,125	0,070	0,065
V / A	0,21	2,128	2,106	2,050	1,749	1,774
OA / (KZ+KB $\dot{U}$ )	0,09	0,925	1,017	1,151	1,0588	3,131
IN01		0,93	1,39	1,51	1,12	1,16



Příloha č. 8: Výpočet nákladů vlastního kapitálu  $r_e$

	2003	2004	2005	2006
<b><math>r_f</math> (MPO)</b>	<b>4,12%</b>	<b>4,80%</b>	<b>3,53%</b>	<b>3,77%</b>

(v mld. Kč)	2003	2004	2005	2006
Vlastní kapitál	0,76120	0,92045	0,99277	0,46869
Bankovní úvěry	0,14450	0,48186	0,63772	1,63733
Krátkodobé závazky neúročené	0,52286	0,27750	0,38390	0,15300
Úplatné zdroje	1,42856	1,67981	2,01439	2,25903
<b><math>r_{LA}</math></b>	<b>1,47%</b>	<b>1,04%</b>	<b>0,58%</b>	<b>0,33%</b>

(v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006
EBIT	205 921	249 251	170 385	171 313
Aktiva	1 701 795	1 992 955	2 437 900	2 650 659
Vlastní kapitál	761 195	920 449	992 765	468 691
Bankovní úvěry	144 500	481 861	637 717	1 637 334
Krátkodobé závazky neúročené	522 861	277 499	383 903	153 002
Nákladové úroky	55 173	41 127	41 598	72 525
EBIT/A	0,1210	0,1251	0,0699	0,0646
X1	0,0694	0,0457	0,0336	0,0345
<b><math>r_{podnik}</math></b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>

	2003	2004	2005	2006
Celková likvidita L3	1,02	1,15	1,06	3,13
Průměr průmyslu L3	1,30	1,47	1,42	1,55
XL	1,30	1,47	1,42	1,55
<b><math>r_{finstab}</math></b>	<b>8,91%</b>	<b>4,59%</b>	<b>7,40%</b>	<b>0%</b>

	2003	2004	2005	2006
$r_f$	4,12%	4,80%	3,53%	3,77%
$r_{LA}$	1,47%	1,04%	0,58%	0,33%
$r_{podnik}$	0%	0%	0%	0%
$r_{finstab}$	8,91%	4,59%	7,40%	0%
<b><math>WACC_U</math></b>	<b>14,49%</b>	<b>10,43%</b>	<b>11,50%</b>	<b>4,10%</b>

(v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006
$WACC_U$	14,49%	10,43%	11,50%	4,10%
UZ	1 428 556	1 679 809	2 014 385	2 259 027
A	1 701 795	1 992 955	2 437 900	2 650 659
(1-t)	0,69	0,72	0,74	0,76
Ú	55 173	41 127	41 598	72 525
BU+KZÚ	667 361	759 360	1 021 620	1 790 336
VK	761 195	920 449	992 765	468 691
UZ/A	0,839	0,843	0,826	0,852
Ú/(BU+KZÚ)	0,083	0,054	0,041	0,041
VK/A	0,447	0,462	0,407	0,177
<b><math>r_e</math></b>	<b>22,20%</b>	<b>15,82%</b>	<b>20,24%</b>	<b>7,98%</b>

	2003	2004	2005	2006
$r_e$	22,20%	15,82%	20,24%	7,98%
$WACC_U$	14,49%	10,43%	11,50%	4,10%
<b><math>r_{finstr}</math></b>	<b>7,71%</b>	<b>5,39%</b>	<b>8,74%</b>	<b>3,89%</b>

Příloha č. 9: Finanční leasing

## Finanční leasing v jednotlivých letech podle doby trvání leasingové smlouvy

(v Kč)	2003 A	2004 A	2004 B	2005 A	2005 B	2006 A	2006 B
<b>Pořiz. hodnota</b>	<b>3 497 700</b>	<b>14 301 850</b>	<b>10 490 184</b>	<b>1 349 538</b>	<b>24 915 299</b>	<b>1 906 136</b>	<b>1 411 854</b>
Leasing. hodnota	4 383 830	17 000 929	13 719 138	1 684 924	17 000 929	2 407 368	1 505 990
Akontace	647 975	3 564 508	2 622 546	294 833	5 640 882	444 397	256 882
Leasing. platba:							
2003	604 510	x	x	x	x	x	x
2004	1 245 285	2 635 615	2 542 969	x	x	x	x
2005	1 245 285	4 409 981	2 774 148	359 005	1 411 764	x	x
2006	640 775	4 409 982	2 774 148	454 572	6 554 805	460 566	280 412
2007		1 980 846	2 774 148	454 572	6 554 804	516 276	305 904
2008			231 179	121 942	6 554 804	516 276	305 904
2009					5 431 852	469 851	305 904
2010							50 984
$i_L^*$	11,61%	9,87%	14,80%	13,44%	10,36%	12,87%	3,05%

\* Výpočet podle vzorce (23).

A – délka trvání leasingové smlouvy a odepisování je 4 roky.

B – délka trvání leasingové smlouvy a odepisování je 5 let.

## Vliv finančního leasingu na NOA a NOPAT

(v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006
Náklady	1 252	12 611	16 136	16 277
Pořizovací hodnota majetku na leasing A	3 498	14 302	1 350	1 906
Pořizovací hodnota majetku na leasing B	0	10 490	24 915	1 412
Roční odpis A (odepisování 4 roky)	874	3 575	337	477
Roční odpis B (odepisování 5 let)	0	2 098	4 983	282
Roční odpis majetku z 2003 A	874	874	874	874
Roční odpis majetku z 2004 A		3 575	3 575	3 575
Roční odpis majetku z 2004 B		2 098	2 098	2 098
Roční odpis majetku z 2005 A			337	337
Roční odpis majetku z 2005 B			4 983	4 983
Roční odpis majetku z 2006 A				477
Roční odpis majetku z 2006 B				282
Roční odpisy celkem	874	6 548	11 868	12 627
Pořizovací hodnota kumulovaně	3 498	28 290	54 555	57 873
Odpisy kumulovaně	874	7 422	19 291	31 918
<b>ÚPRAVA NOPAT</b>	<b>+47</b>	<b>+3 540</b>	<b>+76</b>	<b>-60</b>
(+) Aktivace nákladů	1 252	12 611	16 136	16 277
(-) Roční odpisy	-874	-6 548	-11 868	-12 627
(-) Implicitní úroky z leasingu	-331	-2 523	-4 192	-3 710
<b>ÚPRAVA NOA</b>	<b>+2 623</b>	<b>+20 867</b>	<b>+35 264</b>	<b>+25 955</b>
(+) DHM (pořizovací hodnota – oprávk)	2 623	20 867	35 264	25 955
(+) Závazky (nesplacená část leasingu)	2 576	17 280	31 601	22 352
(+) Ekvivalenty VK - VH běžného období	47	3 540	76	-60
- VH minulých let		47	3 587	3 663

## Umořovací plány leasingu

### a) Leasingové smlouvy z roku 2003 na 4 roky

(v Kč)	Závazek na začátku roku	Úrok 11,61%	Leasingová platba	Úmor	Závazek na konci roku
2003	2 849 725 <sup>1</sup>	330 957	604 510	273 553	2 576 172
2004	2 576 172	299 188	1 245 285	946 098	1 630 075
2005	1 630 075	189 311	1 245 285	1 055 974	574 101
2006	574 101	66 674	640 775	574 101	0

<sup>1</sup> Pořizovací hodnota majetku po zaplacení akontace, také u všech následujících leasingových smluv.

### b) Leasingové smlouvy z roku 2004 na 4 roky

(v Kč)	Závazek na začátku roku	Úrok 9,87%	Leasingová platba	Úmor	Závazek na konci roku
2004	10 737 342	1 059 385	2 635 615	1 576 230	9 161 112
2005	9 161 112	903 868	4 409 981	3 506 113	5 654 999
2006	5 654 999	557 943	4 409 982	3 852 039	1 802 960
2007	1 802 960	177 886	1 980 846	1 802 960	0

### c) Leasingové smlouvy z roku 2004 na 5 let

(v Kč)	Závazek na začátku roku	Úrok 14,8%	Leasingová platba	Úmor	Závazek na konci roku
2004	7 867 638	1 164 033	2 542 969	1 378 936	6 488 702
2005	6 488 702	960 017	2 774 148	1 814 131	4 674 571
2006	4 674 571	691 612	2 774 148	2 082 536	2 592 035
2007	2 592 035	383 497	2 774 148	2 390 651	201 384
2008	201 384	29 795	231 179	201 384	0

### d) Leasingové smlouvy z roku 2005 na 4 roky

(v Kč)	Závazek na začátku roku	Úrok 13,44%	Leasingová platba	Úmor	Závazek na konci roku
2005	1 054 705	141 769	359 005	217 236	837 469
2006	837 469	112 569	454 572	342 003	495 466
2007	495 466	66 599	454 572	387 973	107 493
2008	107 493	14 449	121 942	107 493	0

### e) Leasingové smlouvy z roku 2005 na 5 let

(v Kč)	Závazek na začátku roku	Úrok 10,36%	Leasingová platba	Úmor	Závazek na konci roku
2005	19 274 417	1 996 969	1 411 764	-585 205	19 859 622
2006	19 859 622	2 057 600	6 554 805	4 497 205	15 362 418
2007	15 362 418	1 591 657	6 554 804	4 963 147	10 399 271
2008	10 399 271	1 077 439	6 554 804	5 477 365	4 921 907
2 009	4 921 907	509 945	5 431 852	4 921 907	0

### f) Leasingové smlouvy z roku 2006 na 4 roky

(v Kč)	Závazek na začátku roku	Úrok 13,44%	Leasingová platba	Úmor	Závazek na konci roku
2006	1 461 739	188 175	460 566	272 391	1 189 349
2007	1 189 349	153 109	516 276	363 167	826 182
2008	826 182	106 358	516 276	409 918	416 264
2009	416 264	53 587	469 851	416 264	0

**g) Leasingové smlouvy z roku 2006 na 5 let**

(v Kč)	Závazek na začátku roku	Úrok 3,05%	Leasingová platba	Úmor	Závazek na konci roku
2006	1 154 972	35 179	280 412	245 233	909 739
2007	909 739	27 709	305 904	278 195	631 544
2008	631 544	19 236	305 904	286 668	344 876
2009	344 876	10 504	305 904	295 400	49 477
2010	49 477	1 507	50 984	49 477	0

Příloha č. 10: Aktivované náklady s dlouhodobými účinky

## Výzkum a vývoj

(v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006
Náklady	14 710	15 235	22 089	14 665
Roční odpis (odepisování 10 let)	1 471	1 524	2 209	1 467
Roční odpis nákladů z 2003	1 471	1 471	1 471	1 471
Roční odpis nákladů z 2004		1 524	1 524	1 524
Roční odpis nákladů z 2005			2 209	2 209
Roční odpis nákladů z 2006				1 467
Roční odpisy celkem	1 471	2 995	5 203	6 670
Náklady kumulovaně (pořizovací hodnota)	14 710	29 945	52 034	66 699
Odpisy kumulovaně (oprávky)	1 471	4 466	9 669	16 339
<b>ÚPRAVA NOPAT</b>	<b>+13 239</b>	<b>+12 241</b>	<b>+16 886</b>	<b>+7 995</b>
(+) Aktivace nákladů	14 710	15 235	22 089	14 665
(-) Roční odpisy	-1 471	-2 995	-5 203	-6 670
<b>ÚPRAVA NOA</b>	<b>+13 239</b>	<b>+25 480</b>	<b>+42 365</b>	<b>+50 360</b>
(+) DNM (pořizovací hodnota - oprávky)	13 239	25 480	42 365	50 360
(+) Ekvivalenty VK - VH běžné období	13 239	12 241	16 886	7 995
- VH minulých let		13 239	25 480	42 365

## Vzdělání a výchova pracovníků

(v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006
Náklady	3 135	3 254	3 024	1 852
Roční odpis (odepisování 5 let)	627	651	605	370
Roční odpis nákladů z 2003	627	627	627	627
Roční odpis nákladů z 2004		651	651	651
Roční odpis nákladů z 2005			605	605
Roční odpis nákladů z 2006				370
Roční odpisy celkem	627	1 278	1 883	2 253
Náklady kumulovaně (pořizovací hodnota)	3 135	6 389	9 413	11 265
Odpisy kumulovaně (oprávky)	627	1 905	3 787	6 040
<b>ÚPRAVA NOPAT</b>	<b>+2 508</b>	<b>+1 976</b>	<b>+1 141</b>	<b>-401</b>
(+) Aktivace nákladů	3 135	3 254	3 024	1 852
(-) Roční odpisy	-627	-1 278	-1 883	-2 253
<b>ÚPRAVA NOA</b>	<b>+2 508</b>	<b>+4 484</b>	<b>+5 626</b>	<b>+5 225</b>
(+) DNM (pořizovací hodnota - oprávky)	2 508	4 484	5 626	5 225
(+) Ekvivalenty VK - VH běžné období	2 508	1 976	1 141	-401
- VH minulých let		2 508	4 484	5 626

## Marketing

(v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006
Náklady	2 187	3 253	2 135	2 306
Roční odpis (odepisování 5 let)	437	651	427	461
Roční odpis nákladů z 2003	437	437	437	437
Roční odpis nákladů z 2004		651	651	651
Roční odpis nákladů z 2005			427	427
Roční odpis nákladů z 2006				461
Roční odpisy celkem	437	1 088	1 515	1 976
Náklady kumulovaně (pořizovací hodnota)	2 187	5 440	7 575	9 881
Odpisy kumulovaně (oprávky)	437	1 525	3 040	5 017
<b>ÚPRAVA NOPAT</b>	<b>+1 750</b>	<b>+2 165</b>	<b>+620</b>	<b>+330</b>
(+) Aktivace nákladů	2 187	3 253	2 135	2 306
(-) Roční odpisy	-437	-1 088	-1 515	-1 976
<b>ÚPRAVA NOA</b>	<b>+1 750</b>	<b>+3 915</b>	<b>+4 535</b>	<b>+4 864</b>
(+) DNM (pořizovací hodnota - oprávky)	1 750	3 915	4 535	4 864
(+) Ekvivalenty VK - VH běžné období	1 750	2 165	620	330
- VH minulých let		1 750	3 915	4 535

Příloha č. 11: Tiché rezervy

### Opravné položky na pohledávky a zásoby

(v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006
Opravné položky k OA	12 494	15 576	21 225	17 963
Změna stavu OP ve VZZ	-4 304	3 082	5 649	-3 262
<b>ÚPRAVA NOPAT</b>	<b>-4 304</b>	<b>3 082</b>	<b>5 649</b>	<b>-3 262</b>
(±) Změna stavu OP	-4 304	3 082	5 649	-3 262
<b>ÚPRAVA NOA</b>	<b>+12 494</b>	<b>+15 576</b>	<b>+21 225</b>	<b>+17 963</b>
(+) OA o opravné položky	12 494	15 576	21 225	17 963
(+) Ekvivalenty VK - VH běžného období	-4 304	3 082	5 649	-3 262
- VH minulých let	16 798	12 494	15 576	21 225

### Rezervy na opravu hmotného majetku

(v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006
Rezervy na opravu hmotného majetku	0	0	6 624	19 526
Změna stavu rezerv ve VZZ	0	0	6 624	12 902
<b>ÚPRAVA NOPAT</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>+6 624</b>	<b>+12 902</b>
(±) Změna stavu rezerv	0	0	6 624	12 902
<b>ÚPRAVA NOA</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
(±) Zákonné rezervy	0	0	-6 624	-19 526
(+) Ekvivalenty VK - VH běžného období	0	0	6 624	12 902
- VH minulých let	0	0	0	6 624

Příloha č. 12: Neobvyklé ztráty a zisky

### Neobvyklé ztráty

(v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006
Náklady na odpis pohledávek	0	2 475	0	8 737
Prov. manka a škody nepředepsané k úhradě	853	162	3 867	1 500
Náklady na zmařené investice	0	0	0	3 269
Náklady na prodej majetku a materiálu	24 504	27 750	26 546	31 603
<b>ÚPRAVA NOPAT</b>	<b>+25 357</b>	<b>+30 387</b>	<b>+30 413</b>	<b>+45 109</b>

### Neobvyklé zisky

(v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006
Výnosy z odpisu pohledávek	1 762	1 234	0	7 672
Výnosy z dotací ze státního rozpočtu	594	606	11 643	22 323
Výnosy z náhrady škod	4	979	2 498	1 518
Výnosy z prodeje majetku a materiálu	28 444	32 110	27 615	50 383
<b>ÚPRAVA NOPAT</b>	<b>-30 804</b>	<b>-34 929</b>	<b>-41 756</b>	<b>-81 896</b>



Příloha č. 13: Tvorba EVA equity v období 2003 - 2004

EVA		Ukazatel	
-38 862	16 662	2003	2004
55 524	-1 429	rozílí	dis. výnos
55 524		absolutní vliv	
Spread (ROEre)		VK	
-5,11%	1,81%	761 195	920 449
6,92%	-1,355	159 254	0,209
58 147	-2 624		
ROE		I <sub>e</sub>	
17,09%	17,63%	22,20%	15,82%
0,53%	3,12%	-6,38%	-28,75%
4 483	53 665		
		I <sub>podnik</sub>	
		0%	0%
		0%	0
		0	
		I <sub>f</sub>	
		4,12%	4,80%
		0,68%	0,165
		-5 718	
		I <sub>finst</sub>	
		7,71%	5,39%
		-2,52%	-0,301
		19 494	
		ILA	
		1,47%	1,04%
		-0,43%	-0,294
		3 632	
		I <sub>finst</sub> ab	
		8,91%	4,59%
		-4,21%	-0,484
		36 256	
EAT/EBIT		A/VK	
0,632	0,651	2,236	2,165
0,019	0,030	-0,070	-0,032
4 338	4 822	-4 678	
EBIT/T		T/A	
0,059	0,064	2,042	1,954
0,005	0,080	-0,088	-0,043
11 242	-6 419		
		T	
		3 474 406	3 893 943
		419 537	0,121
		16 715	
		A	
		1 701 795	1 992 955
		291 160	-0,146
		-23 134	
		DHM+DNM	
		751 503	940 968
		189 465	0,252
		-15 054	
		DFM+ČRO	
		14 790	12 083
		-2 707	-0,183
		215	
		Zásoby	
		477 594	526 313
		48 719	0,102
		-3 871	
		Pokladávky	
		446 192	494 652
		48 460	0,109
		-3 850	
		KFM	
		11 716	18 939
		7 223	0,617
		-574	
		(osV-osNYT)	
		0,016	0,011
		-0,005	-0,335
		12 607	
PH/T		ODP/T	
0,199	0,204	0,028	0,022
0,005	0,028	-0,006	-0,205
13 017	7 729	13 694	

Příloha č. 14: Tvorba EVA equity v období 2004 - 2005

Ukazatel		2004		2005		rozdíl		dis výnos		absolutní vliv	
EVA		16 662		-104 092		-120 754		-7 247		-120 754	
Spread (ROE-re)		VK		VK		VK		VK		VK	
1,81%		920 449		992 765		72316		0,079		-3 137	
-12,3%		72316		0,079		-117 617		-3 137		-117 617	
ROE		I <sub>e</sub>		I <sub>e</sub>		I <sub>e</sub>		I <sub>e</sub>		I <sub>e</sub>	
17,63%		15,82%		20,24%		4,42%		27,96%		-42 312	
-7,87%		-44,66%		-75 305		-75 305		-75 305		-75 305	
I <sub>podnik</sub>		0%		0%		0%		0%		0%	
0%		0%		0%		0%		0%		0%	
I <sub>finstir</sub>		4,80%		3,53%		-1,27%		-0,265		-12 149	
+ 1,04%		+ 0,58%		+ 0,443		+ 0,622		+ 0,622		+ 0,622	
-0,46%		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443	
I <sub>LA</sub>		4 388		4 388		4 388		4 388		4 388	
I <sub>finstak</sub>		4,59%		7,40%		2,80%		0,610		-26 806	
+ 1,04%		+ 0,58%		+ 0,443		+ 0,622		+ 0,622		+ 0,622	
-0,46%		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443	
I <sub>finstir</sub>		5,39%		8,74%		3,35%		0,622		-32 042	
+ 1,04%		+ 0,58%		+ 0,443		+ 0,622		+ 0,622		+ 0,622	
-0,46%		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443	
I <sub>LA</sub>		4 388		4 388		4 388		4 388		4 388	
I <sub>finstak</sub>		4,59%		7,40%		2,80%		0,610		-26 806	
+ 1,04%		+ 0,58%		+ 0,443		+ 0,622		+ 0,622		+ 0,622	
-0,46%		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443	
I <sub>finstir</sub>		5,39%		8,74%		3,35%		0,622		-32 042	
+ 1,04%		+ 0,58%		+ 0,443		+ 0,622		+ 0,622		+ 0,622	
-0,46%		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443	
I <sub>LA</sub>		4 388		4 388		4 388		4 388		4 388	
I <sub>finstak</sub>		4,59%		7,40%		2,80%		0,610		-26 806	
+ 1,04%		+ 0,58%		+ 0,443		+ 0,622		+ 0,622		+ 0,622	
-0,46%		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443	
I <sub>finstir</sub>		5,39%		8,74%		3,35%		0,622		-32 042	
+ 1,04%		+ 0,58%		+ 0,443		+ 0,622		+ 0,622		+ 0,622	
-0,46%		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443	
I <sub>LA</sub>		4 388		4 388		4 388		4 388		4 388	
I <sub>finstak</sub>		4,59%		7,40%		2,80%		0,610		-26 806	
+ 1,04%		+ 0,58%		+ 0,443		+ 0,622		+ 0,622		+ 0,622	
-0,46%		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443	
I <sub>finstir</sub>		5,39%		8,74%		3,35%		0,622		-32 042	
+ 1,04%		+ 0,58%		+ 0,443		+ 0,622		+ 0,622		+ 0,622	
-0,46%		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443	
I <sub>LA</sub>		4 388		4 388		4 388		4 388		4 388	
I <sub>finstak</sub>		4,59%		7,40%		2,80%		0,610		-26 806	
+ 1,04%		+ 0,58%		+ 0,443		+ 0,622		+ 0,622		+ 0,622	
-0,46%		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443	
I <sub>finstir</sub>		5,39%		8,74%		3,35%		0,622		-32 042	
+ 1,04%		+ 0,58%		+ 0,443		+ 0,622		+ 0,622		+ 0,622	
-0,46%		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443	
I <sub>LA</sub>		4 388		4 388		4 388		4 388		4 388	
I <sub>finstak</sub>		4,59%		7,40%		2,80%		0,610		-26 806	
+ 1,04%		+ 0,58%		+ 0,443		+ 0,622		+ 0,622		+ 0,622	
-0,46%		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443	
I <sub>finstir</sub>		5,39%		8,74%		3,35%		0,622		-32 042	
+ 1,04%		+ 0,58%		+ 0,443		+ 0,622		+ 0,622		+ 0,622	
-0,46%		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443	
I <sub>LA</sub>		4 388		4 388		4 388		4 388		4 388	
I <sub>finstak</sub>		4,59%		7,40%		2,80%		0,610		-26 806	
+ 1,04%		+ 0,58%		+ 0,443		+ 0,622		+ 0,622		+ 0,622	
-0,46%		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443	
I <sub>finstir</sub>		5,39%		8,74%		3,35%		0,622		-32 042	
+ 1,04%		+ 0,58%		+ 0,443		+ 0,622		+ 0,622		+ 0,622	
-0,46%		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443	
I <sub>LA</sub>		4 388		4 388		4 388		4 388		4 388	
I <sub>finstak</sub>		4,59%		7,40%		2,80%		0,610		-26 806	
+ 1,04%		+ 0,58%		+ 0,443		+ 0,622		+ 0,622		+ 0,622	
-0,46%		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443	
I <sub>finstir</sub>		5,39%		8,74%		3,35%		0,622		-32 042	
+ 1,04%		+ 0,58%		+ 0,443		+ 0,622		+ 0,622		+ 0,622	
-0,46%		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443		-0,443	

Příloha č. 15: Tvorba EVA equity v období 2005 - 2006

EVA		Ukazatel	
2005	2006	2005	2006
-104 092	36 720	rozíl	dis výnos
140 811	-1 353		absolutní vliv
140 811			
Spread (ROE-re)		VK	
-10,49%	7,83%	992 765	468 691
18,32%	-1,747	-524 074	-0,528
133 866		6 945	
ROE		I <sub>e</sub>	
9,76%	15,82%	20,24%	7,98%
6,06%	62,15%	-12,26%	-60,55%
44 304		89 562	
EAT/EBIT		I <sub>f</sub>	
0,568	0,433	3,53%	3,77%
-0,136	-0,239	0,24%	0,068
-26 898		-1 754	
EBIT/T		I <sub>finst</sub>	
0,043	0,039	8,74%	3,89%
-0,004	-0,095	-4,85%	-0,555
-9 827		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tab	
0,568	0,433	7,40%	0%
-0,136	-0,239	-7,40%	-1,0
-26 898		54 044	
EBIT/T		I <sub>finst</sub> tr	
0,043	0,039	8,74%	3,89%
-0,004	-0,095	-4,85%	-0,555
-9 827		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT		I <sub>finst</sub> tr	
0,568	0,433	8,74%	3,89%
-0,136	-0,239	-4,85%	-0,555
-26 898		35 437	
EAT/EBIT			